

## Les infrastructures de post-marché en profonde mutation

Initiatives privées et publiques en faveur  
de l'intégration européenne des infrastructures



En partenariat avec



### Sommaire

- p. 1  
**Ouverture**
- p. 3  
**Introduction**
- p. 4  
**évaluation de Target 2  
Cash et 3G**
- p. 7  
**Lancement de  
Target 2 Securities**
- p. 11  
**ESES Stream 3,  
SP Custody**
- p. 16  
**Faits marquants depuis  
la conférence du 19 juin**
- p. 20  
**Point d'actualité  
sur les chambres de  
compensation**
- p. 22  
**Présentation des  
principaux projets Cash  
de NYSE Euronext  
face à la concurrence**
- p. 25  
**Table ronde  
Le point de vue des  
utilisateurs**

Ouverture de la conférence  
par **Marcel RONCIN**,  
Président de l'AFTI



Bonjour à tous,

Je vous souhaite la bienvenue à notre conférence de rentrée organisée en partenariat avec la Fédération Bancaire Française.

Notre manifestation de ce jour constitue une suite à nos travaux du printemps. Nous avons, en effet, commandé une étude au Cabinet Equinox sur le thème de la nouvelle organisation des marchés européens après MiFID.

L'objectif était de faire le point sur l'intégration européenne des infrastructures de marché, étant observé que leur modèle est à ce stade assez dissemblable, puisque le nombre d'opérateurs de trading continue à croître, (mais il faudra mesurer cela dans la durée), tandis que, pour le Règlement/Livraison, nous nous

acheminons vers une consolidation, avec les projets SP Custody d'Euroclear, et Target 2 Securities de l'Eurosysteme.

Pour ce qui est des Chambres de Compensation, nous verrons ce que sera l'avenir. Pour sa part, l'AFTI milite pour la mise en place d'une infrastructure unique à statut de banque.

L'étude d'Equinox a été restituée lors de la conférence du 19 juin. Vous avez trouvé à l'entrée, notre revue "Spécial Conférence" consacrée à cette session.

L'accent avait été mis sur les évolutions fortes constatées:

- ▶ émergence de nouveaux acteurs.
- ▶ constat d'une certaine fragmentation de la liquidité,
- ▶ impact de l'interopérabilité sur le fonctionnement

## Ouverture de la conférence

des infrastructures,

- ▶ enfin, tendance assez générale à la réduction des tarifs.

Nous avons été frappés par l'ampleur des changements annoncés, mais aussi par la sérénité des marchés historiques, lesquels disposent de positions fortes et qui ne comptent pas rester inertes dans cette effervescence.

Dans ce contexte, il nous a paru utile de prolonger la réflexion, en invitant aujourd'hui les Infrastructures de marché à nous présenter leurs propres projets, et en demandant par ailleurs à deux représentants de l'Eurosystème:

- ▶ d'une part, d'évaluer Target 2 cash et la gestion globale des garanties, mis en œuvre ces derniers mois,
- ▶ d'autre part, de présenter le lancement de Target 2 Securities, suite à la décision du Conseil des Gouverneurs du 17 juillet dernier.

Le point de vue des utilisateurs sera rappelé, à l'occasion d'une séquence de questions/réponses avec les intervenants et avec la salle.

Deux points encore:

- ▶ S'agissant **du code de conduite des infrastructures**, dont l'évaluation était demandée instamment par les utilisateurs, CESR a lancé une consultation publique sur les solutions possibles.

Dans sa réponse, l'AFTI insiste sur les inconvénients du "spaghetti model" et sur les nombreuses demandes de connectivité initiées sans fondement véritable. Par ailleurs, nous demandons, dans la perspective de la consolidation souhaitée des chambres de compensation, que l'éventuelle CCP unique ait, à l'instar de LCH.Clearnet SA, le statut d'établissement bancaire, et soit en conséquence soumis aux ratios prudentiels.

- ▶ Enfin, il faut noter, pour s'en féliciter, la **robustesse du dispositif en place particulièrement chez notre chambre de compensation LCH.Clearnet SA, ainsi que pour Target 2 et 3G et qui a permis de faire face mi-septembre à la défaillance de Lehman Brothers.**

Bonne conférence. ■



Bonjour à tous.

Je tiens à vous dire que les métiers du post-trade sont importants. La crise que nous avons vécue, que nous vivons encore, nous rappelle l'importance du post-trade. Si je parle tout d'abord des marchés d'actions, qui sont pour l'essentiel des marchés réglementés, nous avons vu:

- ▶ des volumes très importants, mais les records du début d'année en nombre de négociations n'ont pas tout à fait été battus: nous avons fait 3,1 millions de négociations sur Euronext, alors que le record de janvier dernier était de 3,4 millions, cela reste des niveaux très élevés.
- ▶ des volatilités très importantes: des clôtures de l'indice CAC 40 à -9 % et à +11 %, avec des changements intraday d'une extrême brutalité, 11,3 milliards de capitaux échangés le 10 octobre dernier et 106 millions de messages d'ordres le 16 octobre dernier.

Nos records ont été finalement battus non pas en nombre de négociations, mais en nombre de messages d'ordres, bien entendu dans des marchés très volatils. À chaque fois le post-marché a fonctionné de manière parfaitement effi-



# Introduction

**Jean-François THÉODORE,**

Directeur Général Adjoint de NYSE Euronext

cace et les utilisateurs de marché, dans cette période extrêmement troublée, ont eu le service auquel ils étaient en droit de s'attendre.

De même, en ce qui concerne le post-marché au sens strict du terme, je souhaite rappeler que la performance de LCH.Clearnet SA, au titre du dénouement de la défaillance de Lehman Brothers, est un exemple parfait de ce que peut donner une chambre de compensation organisée et efficace, face à un sinistre imprévu et de grande ampleur.

## Importance des métiers du post-trade

Je crois que les événements actuels montrent l'importance grandissante du post-trade. Selon certains, en dépit du développement des acteurs, le trading est en voie de commoditisation. Je pense que le post-trade est plus que jamais au cœur de nos métiers et, dans la situation post-crise, le post-trade, sera sous le feu des projecteurs.

Nous avons besoin d'un post-trade efficace et efficient et au premier rang de ce post-trade, une compensation efficace et efficiente. À propos de la compensation, vous voyez en ce moment toutes les réflexions qui ont lieu aux États-Unis au niveau de la FED et en Europe au niveau de la BCE. Par exemple, il y a, à ma connaissance, des réunions en ce moment sur le dénouement de l'enchevêtrement de CDS. Il est clair que c'est le type de marché qui appelle à une compensation, à un netting. S'il y avait un netting, nous serions alors sur des opérations plus faciles à gérer, et il y a actuellement des réflexions sur le netting aux États-Unis, et en Europe.

Par ailleurs, nous avons, chez NYSE Euronext via le Liffe, un produit qui s'appelle « B-Clear », qui est un produit d'appariement de négociation de gré à gré (de trade confirmation) conduisant à la compensation et que nous souhaitons voir développer dans ce contexte. Il n'est branché pour l'instant que sur LCH Limited, ce qui est certainement une faiblesse. Nous serons appelés à discuter sur la manière de le brancher sur LCH.Clearnet SA, pour réaliser des dénouements en euros.

## Évolution des chambres de compensation

Je pense, de façon plus générale, qu'une leçon fondamentale de la crise sera l'expansion des chambres de compensation et qu'elles vont jouer un rôle central dans l'organisation post-crise du marché, pour des raisons évidentes :

- ▶ d'une part, le souci de sécurité des utilisateurs de marché ;
- ▶ d'autre part, les contraintes de fonds propres des banques. Ces dernières reconnaissent qu'avoir une garantie d'une chambre de compensation leur permettra d'être actives et de revenir plus facilement sur les marchés, plutôt que de mettre en ligne directement des fonds propres qui vont devenir plus rares et plus coûteux, malgré les efforts des États.

Pour les marchés, et si on veut éviter l'effet de « deleveraging » ou de contraction de l'activité financière que certains évoquent, le développement de la compensation est souhaitable.

Les marchés actions réglementés sont un domaine dans lequel la concurrence s'est intensifiée : on voit maintenant un opérateur, une plate-forme alternative appelée « CHI-X »,

qui prétend d'après ses chiffres se situer au quatrième rang derrière les Bourses européennes (NYSE Euronext, le LSE et le Deutsche Börse), mais devant celles de Madrid ou Milan, en n'employant que 26 personnes, avec 10-15 % de part de marché et en s'appuyant pour l'instant sur une chambre de compensation.

Nous ne pouvons pas simplement regarder notre efficacité au niveau du trading, nous avons à regarder le point de vue des utilisateurs, c'est-à-dire l'efficacité globale de la filière de négociation, y compris le règlement-livraison.

## Projecteur sur les activités de règlement-livraison

Il est évident que les coûts de règlement-livraison vont devenir pour nous un sujet d'attention tout à fait particulier. Nous ne pouvons pas simplement nous contenter de rester sur ce que nous faisons, et sur ce que nous continuerons à faire sur nos coûts de négociation.

Nous devons, même si nous ne sommes pas organisés verticalement, mais puisque le straight through processing est par définition vertical, nous soucier des coûts et de l'efficacité du règlement-livraison. De ce point de vue, le règlement livraison sera aussi sous le feu des projecteurs.

Ayant braqué les projecteurs sur cette réunion, j'aimerais encore remercier Marcel Roncin et l'AFTI de l'initiative qu'ils ont chaque année ou 2 fois par an de nous réunir et je laisse maintenant les vrais opérateurs de règlement-livraison pouvoir vous parler des dernières actualités.

Merci. ■

## Évaluation de Target 2 Cash et 3G



### Évaluation de Target 2 Cash et 3G

**Yvon LUCAS**, Directeur, Systèmes de Paiement et Infrastructures de Marché, Banque de France

#### Introduction

Target 2, Target 2 Securities et le CCBM2 constituent trois composantes de l'offre de l'Eurosystème. Ces applications complémentaires ne sont pas au même niveau de réalisation : Target 2 est opérationnel, alors que Target 2 Securities et le CCBM2 sont en phase projet. On a pu qualifier ces offres de l'Eurosystème de « Triangle magique ».

En effet :

- ▶ Les participants au système Target 2 doivent disposer dans la journée de la liquidité qui leur est nécessaire pour l'exécution de leurs paiements de gros montant en monnaie de banque centrale. Cette liquidité leur est four-

nie par l'Eurosystème en contrepartie de garanties couvrant le risque correspondant.

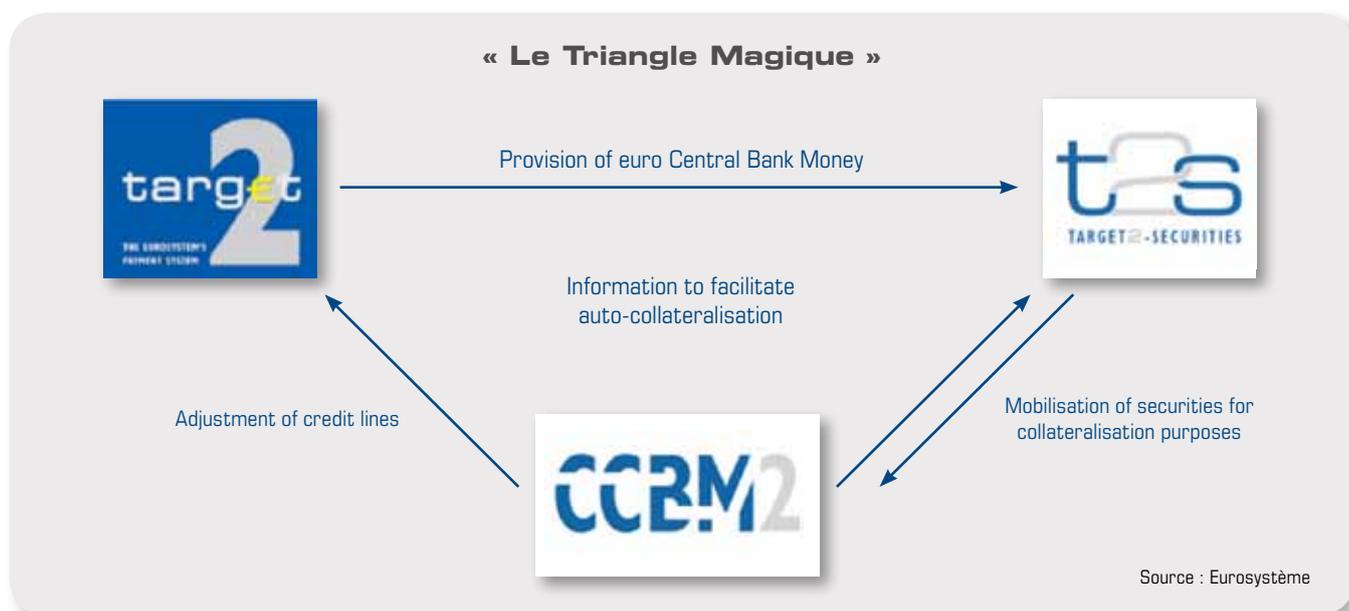
- ▶ Les garanties attachées aux opérations de crédit de l'Eurosystème doivent pouvoir être mobilisées de façon efficace ce qui sera le cas avec le CCBM2. Assurant les fonctions de back office de l'Eurosystème, le CCBM2 apportera en outre une harmonisation complète des pratiques des banques centrales dans ce domaine.
- ▶ Enfin, grâce au lien avec Target 2 les comptes espèces ouverts dans Target 2 Securities recevront la liquidité nécessaire au règlement-livraison des titres. Target 2 Securities jouera aussi un rôle majeur pour la mobilisation des garanties.

faces et des réseaux qui permettront d'assurer à l'avenir les échanges d'informations entre ces trois applicatifs de l'Eurosystème et les institutions financières. La consultation en cours sur l'ESI (European Single Interface) apportera les nécessaires éclairages du marché sur cette question et sur les principes qui sont proposés par l'Eurosystème dans ce domaine.

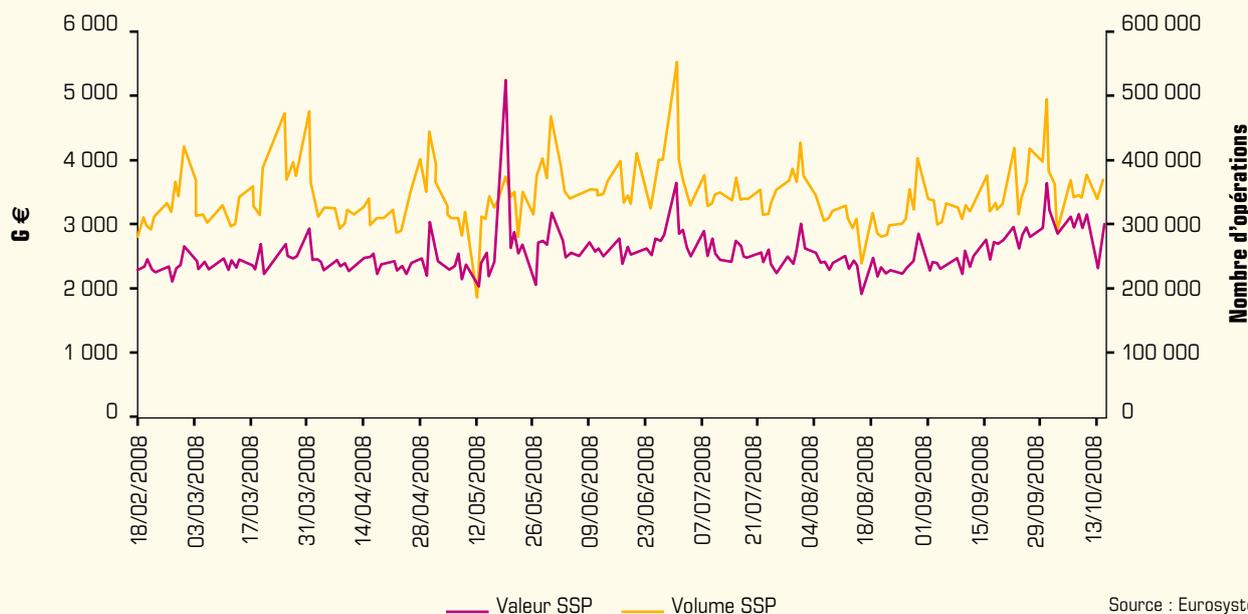
#### Gestion des paiements et de la liquidité

Grâce à l'organisation retenue pour Target 2, qui s'appuie sur une plate-forme technique commune, la Single Shared Platform (SSP), ce système permet désormais aux établissements multi-pays de gérer leur trésorerie de façon

Dans ce contexte, la question se pose des inter-



## Activité SSP



Source : Eurosysteme

consolidée et en s'appuyant sur des comptes ouverts auprès d'une banque centrale.

Le système est également doté de mécanismes très efficaces en matière de gestion de la liquidité qui permettent notamment de limiter la quantité de liquidité nécessaire au règlement des paiements et d'optimiser l'usage de la liquidité disponible à un moment donné.

Les participants disposent également de la possibilité d'utiliser des limites dans leurs relations avec leurs contreparties. Ils peuvent ainsi mieux contrôler l'usage de leur liquidité au moyen d'une limite multilatérale, vis-à-vis de l'ensemble de leurs contreparties, ou de limites bilatérales. Cette fonctionnalité contribue à assurer la confiance dans les relations de paiement entre les participants au système.

Pour bénéficier au plus vite de l'ensemble des nouvelles fonctionnalités de Target 2, la Place de Paris a fait le choix, contrairement à d'autres pays, d'une migration en mode « big bang », le 18 février dernier. La décision a également été prise de faire coïncider la mise en place

du dispositif de Gestion Globale des Garanties (« 3G ») avec la migration à Target 2.

Depuis son lancement en novembre 2007, le système Target 2 a montré une très grande stabilité de fonctionnement. Les volumes d'opérations et d'activité sont tout à fait conformes aux prévisions, avec une volumétrie quotidienne de l'ordre de 348 000 opérations pour 2 633 milliards d'euros et avec des pointes maximum constatées, de l'ordre de 500 000 opérations par jour, pour 3 600 milliards d'euros.

### Gestion du collatéral et création de liquidité

Le système « 3G » permet aux banques de gérer de manière globale l'ensemble des instruments financiers et des créances remis à la Banque de France en garantie des opérations de politique monétaire ou de crédit intra journalier. Ce système répond pleinement aux attentes de la Place dans ce domaine. Sa mise en œuvre rapide, conjointement avec Target 2, s'est révélée particulièrement opportune, compte tenu de l'augmentation très importante du nombre

des appels que l'on a constaté depuis lors et du montant très élevé des garanties mobilisées. 3G repose sur la technique du nantissement, plus souple que celle de la pension-livrée qui était utilisée précédemment et qui nécessitait une mobilisation des titres ligne à ligne (ear-marking). Cette lourdeur conduisait les établissements à écarter certaines lignes de titres.

Outre l'allégement des procédures de mobilisation, 3G a permis aux établissements d'optimiser la gestion du collatéral grâce à la globalisation dans un seul pool de l'ensemble des garanties, qu'il s'agisse des titres d'Euroclear France, des titres provenant du CCBM ou des créances privées.

Enfin, 3G s'est révélé bien adapté aux caractéristiques de Target 2, notamment par l'utilisation d'une ligne de crédit qui varie en fonction de la taille du pool et de l'encours des opérations de politique monétaire. La gestion de cette ligne de crédit en cours de journée ainsi que lors des opérations de fin de journée se révèle plus simple que dans l'ancien système.

Avec le passage à 3G, on observe la même

## Évaluation de Target 2 Cash et 3G

proportion des garanties affectée au crédit intrajournalier (63%), mais avec plus qu'un doublement des montants déposés.

L'utilisation du collatéral de septembre 2007 à septembre 2008 (en moyenne quotidienne en milliards d'euros) est en constante augmentation. Plusieurs phénomènes peuvent l'expliquer: d'une part la possibilité pour les établissements dans 3G de nantir à la Banque de France des titres qui étaient peu utilisés auparavant et, d'autre part, le besoin accru de liquidité dans le contexte actuel.

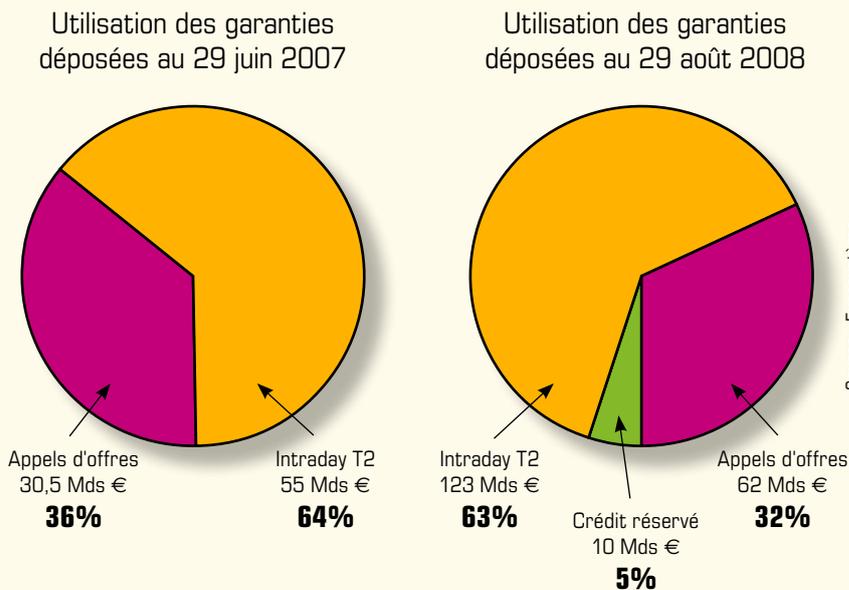
### Impact de la crise

Le fonctionnement de Target 2 n'a pas été perturbé en dépit d'un volume d'activité parfois très soutenu. Ainsi, le délai moyen de règlement des paiements dans le système n'a pas augmenté, attestant que les participants au système ont continué à apporter la liquidité nécessaire. Cette grande stabilité du système, qui atteste de la qualité de l'organisation mise en place, est bien entendu très satisfaisante.

L'information a par ailleurs mieux circulé dans Target 2 qu'elle ne l'aurait fait dans l'ancien système Target 1, grâce notamment aux dispositifs de broadcast existants. Pour ce qui la concerne, la Banque de France a veillé durant cette période à informer pratiquement au fil de l'eau les participants des événements susceptibles de les concerner.

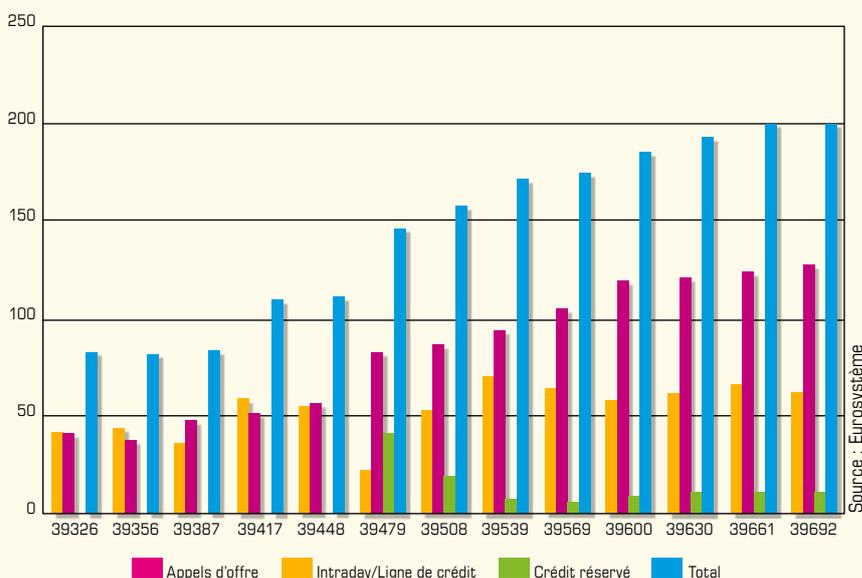
Enfin, la crise de liquidité et le besoin accru de garanties éligibles aux opérations de l'Eurosystème ont incité les banques à optimiser la gestion de leur collatéral, elle-même rendue plus facile par la mise en œuvre de 3G. ■

### Évolution de l'utilisation des garanties déposées entre fin juin 2007 et fin août 2008



Source : Eurosystème

### Utilisation du collatéral de septembre 2007 à septembre 2008 (en moyenne quotidienne en milliards d'euros)



Source : Eurosystème



## Lancement de Target 2 Securities

**Marc BAYLE**, T2S Programme Manager,  
Banque Centrale Européenne

Je vais tout d'abord vous expliquer pourquoi l'Eurosystème s'est engagé dans ce projet et pourquoi il est important pour l'Europe aujourd'hui de développer un projet d'intégration du règlement/livraison (R/L) en Europe.

### Motivations de l'Eurosystème pour le projet T2S

Pourquoi l'Europe a-t-elle besoin de ce projet de R/L et d'unification du R/L en Europe? Je pense que l'on trouve l'explication dans la crise, comme M. Théodore l'a dit dans son introduction.

Avoir le R/L le plus efficace possible est un réel besoin aujourd'hui, notamment pour mobiliser les garanties titres, pour pouvoir transférer et générer des liquidités de manière efficace et efficiente. Aujourd'hui, on voit bien que l'infrastructure disponible pour l'ensemble de l'Europe - et pas uniquement pour le marché français - reste très fragmentée, très divisée, et cela constitue une entrave à la circulation des titres d'un pays à un autre, d'un système à un autre, qui fonctionnent de manière très différente.

De plus, comme le soulignait Jean-François Théodore, la pression déjà existante sur les prix du R/L va s'intensifier dans les mois à venir. Par ailleurs, la compétition au niveau des infrastructures entre les différents pays de l'Europe est aujourd'hui inexistante, et on peut se demander si les prix actuels sont les meilleurs pour l'ensemble du marché.

Par ailleurs, comme le disait Yvon Lucas, il est important de bénéficier d'une unification et d'une harmonisation des procédures lorsque l'on doit avoir accès à un seul et même pool de collatéral ou de garanties. Le projet réalisé par la Banque de France est remarquable, puisqu'il permettra d'avoir accès - à moyen terme via le CCBM2 - au collatéral domestique français mais aussi européen.

Enfin, il n'y a pas aujourd'hui d'alternative visible chez les acteurs de marché pour obtenir une plate-forme paneuropéenne, couvrant l'ensemble de l'Europe. En dépit de certains projets, notamment ceux d'Euroclear, il n'y a pas de visibilité quant à la possibilité de création d'un tel marché intégré sur l'ensemble de l'Europe. C'est ce qui a motivé la Banque Centrale Européenne et plus généralement l'Eurosystème avec ses partenaires, les Banques centrales nationales, à développer un tel projet, T2S, pour intégrer l'ensemble des infrastructures de titres sur l'Europe.

L'idée est de faire de l'Europe une place plus accessible en termes de marché et de titres, en facilitant l'accès aux activités de trading et d'investissement. C'est parfaitement en ligne avec l'agenda politique décidé par les présidents au Conseil Européen, le fameux « Lisbon agenda » lancé il y a quelques années.

L'infrastructure de marché se résume aujourd'hui à un marché rassemblant pléthore d'acteurs faisant beaucoup de choses. Chaque acteur fournit une performance certes correcte, mais reste domestique, très fragmenté, avec beaucoup de difficultés pour passer d'un fragment à un autre.

### Qu'est-ce que le projet T2S ?

Le projet Target 2 permet de largement simplifier la gestion de la monnaie centrale en Europe en euros. Concernant le domaine des titres, il y a peu de projets d'intégration. Bien que nous puissions mentionner celui d'Euroclear, qui permet déjà de regrouper certains pays, nous sommes loin d'avoir couvert l'ensemble de l'infrastructure européenne.

T2S permettra au niveau du dénouement de créer un point commun où tous les dénouements de titres sur le marché européen pourront se retrouver, et être réglés/livrés d'une manière complètement intégrée avec les mêmes procédures, les mêmes dispositifs techniques, les mêmes procédures opérationnelles à la fois en euros et en autres devises. Certains pays européens hors zone euro souhaitent déjà participer à ce projet (Danemark, Suède, Suisse, Angleterre).

Dans ce contexte, l'Eurosystème a entrepris ce projet parce que plusieurs éléments nous rattachent naturellement à ce type de dispositif. Certains pourraient croire que ce type de projet devrait être entrepris exclusivement par des dépositaires centraux de titres, néanmoins, il y a quelques éléments très importants pour lesquels l'Eurosystème, en particulier la banque centrale européenne, présente des atouts majeurs :

- ▶ premièrement, T2S se focalise sur le règlement en monnaie centrale, qui se trouve au cœur des banques centrales de l'Eurosystème pour l'euro et des autres banques centrales pour les autres devises.
- ▶ notre objectif politique principal est de four-

## Lancement de Target 2 Securities

nir une infrastructure intégrée en Europe. L'Eurosystème a donc pour but de proposer à l'Europe la meilleure infrastructure de marché possible et la meilleure utilisation possible de la monnaie centrale.

- Enfin, l'Eurosystème a une organisation neutre vis-à-vis des pays qui le composent, et privilégie l'intérêt global de l'Europe. Aujourd'hui, la Banque Centrale Européenne est la seule institution dans ce domaine à avoir cette organisation, ce qui permet éventuellement d'adopter une position de médiateurs entre différentes catégories d'acteurs, ou différents marchés domestiques qui voudraient promouvoir telle ou telle activité.

Enfin, nous n'avons pas d'intérêt économique particulier à défendre dans ce projet, notre objectif est purement lié à la politique d'intégration européenne et à l'efficacité du marché.

Par ailleurs, nous avons une certaine expérience: le projet Target un était déjà un succès, le projet Target 2 est un grand succès d'harmonisation des procédures des banques centrales et de la gestion des règlements en monnaie centrale (des règlements de montants bruts RTGS pour l'ensemble de l'euro).

L'objectif de T2S est de rassembler sur une même plate-forme l'ensemble des comptes titres et des comptes cash utilisés pour le règlement livraison des transactions sur titres en monnaie centrale, assurant ainsi une meilleure efficacité et une sécurité conservée (monnaie centrale).

T2S offrira de mettre sur une même plate-forme ses fonctionnalités techniques, tout en gardant le respect des institutions nationales, puisque cette plate-forme sera utilisée par les dépositaires centraux de titres et par les banques centrales nationales pour offrir le service au marché.

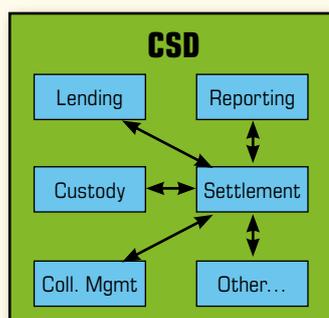
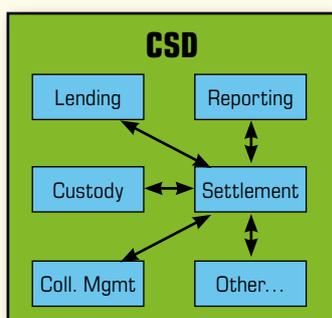
T2S n'offre pas de services directement aux

banques mais aux CSD et aux banques centrales. Le CSD reste une entité qui livre son service à son marché et éventuellement à plusieurs marchés, comme peut le faire Euroclear aujourd'hui, mais qui utilise la même plateforme technique en termes de procédure, afin d'assurer une harmonisation complète des processus.

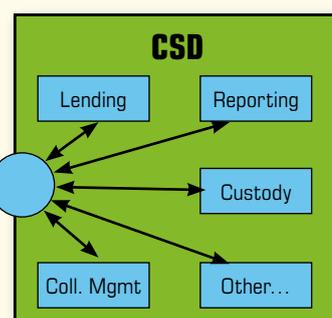
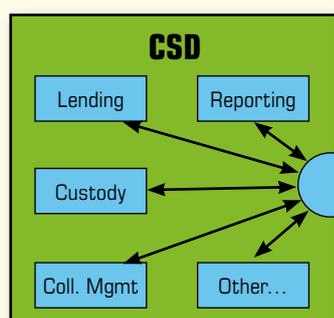
Cela assure une certaine compétition entre les différents acteurs qui vont offrir le service de dénouement sur la plate-forme T2S au travers des mêmes outils. C'est en effet par un service complémentaire qu'ils vont développer, notamment sur la gestion des titres en termes de conservation, qu'ils pourront différencier leur offre au niveau de l'Europe.

La plate-forme commune ne proposera que les services liés au règlement livraison avec comme objectif de favoriser la commodité, et d'offrir le niveau de règlement livraison le plus simple et le plus limité possible, de manière à proposer un service le plus efficace possible pour le marché.

### T2S est un service aux CSD et non un CSD



Today



T2S world

Source : Eurosystème

En termes d'infrastructures, il n'y a pas de changement dans l'ensemble des systèmes d'information des CSD car la plupart des dépositaires centraux de titres ont des systèmes qui sont déjà développés d'une manière modulaire, avec différentes offres de service.

Le Règlement-Livraison est un module qui s'attache à transférer les titres d'un compte à un autre contre du cash ou sans cash, alors que les autres modules sont plutôt des modules d'interaction, de reporting ou de gestion d'information statique et de reporting.

Le seul changement réside dans la fonction de règlement livraison qui se ferait sur une plate-forme technologique séparée de la plate-forme du dépositaire central. Tout va donc se jouer au niveau de la qualité de l'interface qui sera construite entre la plate-forme du dépositaire central et la plate-forme centrale mise en œuvre par l'Eurosystème.

## État d'avancement du projet

L'équipe projet a défini et publié un cahier des charges, rédigé très largement en coopération avec le marché : une structure de gouvernance du projet a été mise en œuvre il y a 2 ans environ, ce qui a permis d'établir avec l'ensemble des acteurs du marché européen le cahier des charges d'une telle plate-forme. Cette gouvernance a été basée sur le groupe « advisory », groupe de conseil sur T2S composé pour un tiers de participants de marché, pour un autre tiers de dépositaires centraux et un autre tiers de banques centrales. Ce groupe a permis de rassembler tout le monde autour d'une table pour définir ce cahier des charges qui regroupe l'ensemble des besoins des utilisateurs de l'infrastructure des titres de règlement livraison européenne.

Nous avons eu des échanges assez intenses, notamment concernant une procédure de consultation complète du marché sur le document de 800 pages environ rédigé par des groupes de travail. Nous avons pu finir ce document juste avant l'été et ainsi le présenter à nos gouverneurs pour validation. Ces derniers ont alors décidé, sur la base du retour qui a été fait par le marché, de lancer le programme T2S le 17 juillet.

Nous sommes donc maintenant dans une phase de développement du projet.

Le cahier des charges va être traduit en documentation fonctionnelle détaillée.

Pour ce faire, nous avons mis en œuvre une nouvelle gouvernance pour la phase dite de spécifications du projet.

Le groupe devra livrer son travail (l'ensemble des spécifications fonctionnelles de la plate-forme) au début de l'année prochaine.

Par ailleurs, la gouvernance de la phase finale est actuellement en cours de discussion et nous envisageons dans ce contexte toutes les possibilités : nous sommes donc aujourd'hui en consultation avec le marché et les banques centrales nationales pour choisir la solution la plus adaptée à ce type de projet.

Le projet est lancé officiellement depuis le 17 juillet dernier. Il sera développé en association avec nos partenaires de l'Eurosystème, et plus particulièrement avec un groupe de quatre banques centrales, appelées les 3CB plus (la Banque de France, la Banque d'Allemagne, la Banque d'Espagne et la Banque d'Italie). La Banque de France est un des acteurs majeurs des 3CB plus, et sera donc en charge – avec ces collègues - du développement des documentations fonctionnelles, du développement du software ainsi que du développement hardware, pour ensuite être l'opérateur technique de la plate-forme T2S.

## Prochaines étapes

Le planning de projet détaillé sera publié vers la fin de l'année ou au début de l'année prochaine, mais les grandes dates restent les mêmes :

- ▶ Une première version de la documentation générale sera publiée au début de l'année prochaine (finalisée au mois de mars 2009) : les spécifications fonctionnelles générales.
- ▶ La phase des spécifications fonctionnelles doit se terminer par la publication à la fin de l'année prochaine des spécifications fonctionnelles détaillées pour les utilisateurs de la plate-forme.

Tous ces documents sont élaborés avec l'aide de cette structure composée de banques, de dépositaires centraux, et de banques centrales, et avec des groupes de travail. À noter que chaque document produit est mis en ligne sur le site Web de la BCE afin d'être disponible pour l'ensemble des acteurs intéressés.

Ensuite, nous passerons dans une phase de développement pur puis une phase de test et de migration, et enfin dans la phase opérationnelle qui est toujours prévue pour fin 2012 début 2013 (le planning de projet est en cours de finalisation pour définir la date exacte de livraison de la plate-forme).

Nous travaillons également sur les documents juridiques que nous devons mettre en œuvre. Il y aura une relation juridique entre T2S et les dépositaires centraux de titres. Cette documentation, étant donné que nous sommes une institution neutre, doit être généralisée et basée sur des contrats cadres ne faisant pas de différence dans le traitement entre les différents dépositaires centraux.

De la même manière, nous devons mettre en place au sein de l'Eurosystème un cadre juridique définissant nos relations, notamment avec les 3CB plus et l'ensemble de l'Eurosystème.

Enfin, concernant l'aspect économique, nous allons travailler dans les semaines qui viennent à la définition des tarifs, du pricing. L'enjeu pour nous est d'offrir un tarif le plus neutre possible, de ne pas faire de différence entre petits pays et grands pays, mais en même temps de reconnaître que ceux qui apportent plus (pour avoir une meilleure économie d'échelle) puissent aussi avoir des bénéfices supplémentaires. Un équilibre est à trouver entre les plus gros et les plus petits pays. Un certain nombre de principes généraux ont déjà été établis par l'« advisory » pour donner le cadre de définition de ces tarifs.

En termes de budget, le coût de développement d'une plate-forme comme T2S a été publié en détail le 17 juillet, suite à une étude détaillée du coût économique du projet et des gains qu'il peut apporter au marché. Le budget nécessaire pour développer une telle plate-forme est d'environ 200 millions

## Lancement de Target 2 Securities

d'euros et sera précisé dans les mois qui viennent. Les bénéfices annuels pour le marché seront largement supérieurs une fois que la plate-forme sera opérationnelle. Tout le détail de l'étude économique a été publié sur notre site et est accessible dans le texte de la décision des gouverneurs datant du 17 juillet dernier.

En conclusion, le projet T2S est lancé aujourd'hui. Le testing et la migration auront

lieu en 2012-2013. Nous travaillons en ce moment, sur la définition du cadre fonctionnel et sur les modalités de mise en œuvre de T2S.

Par ailleurs, les gouverneurs ont demandé à négocier avec les dépositaires centraux de titres un cadre contractuel conduisant les dépositaires centraux et l'Eurosystème à signer un document juridique qui nous engage les

uns et les autres à livrer T2S à l'ensemble des infrastructures de marché. Ce document sera prêt pour le mois de mars 2009, et sera rendu public.

Merci pour votre attention. Si vous avez des questions, elles sont les bienvenues. ■



### Alain POCHET

*200 millions d'euros n'est pas un montant extraordinaire. Quel est le degré d'incertitude par rapport à l'enveloppe de départ? Les travaux que nous avons réalisés au cours des 18 derniers mois avant le lancement du projet permettent-ils d'être sûrs à 95 % de l'enveloppe finale?*

#### Question d'Alain POCHET

*Quelle est la durée de migration entre le début de la migration sur T2S et la fin? Quel est l'ordre de passage des acteurs et des activités? Y a-t-il déjà eu une position officielle ou non officielle sur ces deux points?*

#### Réponse de Marc BAYLE

Un sous-groupe est en charge de définir ces points. Il y a en effet différentes politiques possibles de migrations. Celle de Target 2 est assez intéressante: si l'on fait un big-bang par marché, par dépositaire central, cela pourrait être une solution. Le groupe de travail rendra ses conclusions dans les mois qui viennent.

#### Réponse de Marc BAYLE

Je ne peux pas dire quel sera le budget final de T2S. Néanmoins, ce chiffre a été calculé de manière très sérieuse, et est basé à environ 75 % sur l'évaluation faite par les 3CB plus du coût de développement des logiciels et de l'infrastructure technique pour gérer le projet.

Les 3CB plus ont une expérience maintenant assez pointue avec Target 2. Elles ont pu utiliser leurs techniques d'évaluation des coûts, adaptées par rapport à la réalité du projet Target 2, pour faire une offre et un calcul des coûts relativement réalistes. Nous avons ajouté les coûts de structure et de gestion du projet, puisque tous les coûts du système seront intégrés dans ces 200 millions d'euros.



Nous arriverons à un chiffre beaucoup plus précis avant l'été prochain certainement, puisque nous aurons d'une part une offre ferme de la part des 3CB plus, et d'autre part une évaluation beaucoup plus précise de nos coûts, car toutes les analyses seront faites entre-temps. Un autre élément très important: nous allons mettre en œuvre une politique de transparence sur la préparation et la mise en œuvre du projet. Il y aura donc une publication régulière de nos coûts, sachant que le projet est basé sur un principe de recouvrement des coûts: il n'y aura ni profit ni perte sur ce projet.



## ESES Stream 3, SP Custody

**Pierre SLECHTEN**, Directeur Général, Euroclear France

### Introduction

Comme vous avez pu le constater, nos banquiers centraux sont actifs et dynamiques. Je vais essayer de vous démontrer qu'Euroclear reste également très actif et dynamique dans ses projets et que les projets d'Euroclear sont complémentaires avec les autres projets présentés lors de cette conférence.

Je pense que l'ensemble des sujets qui sont couverts par l'AFTI cet après-midi démontrent les vertus du modèle d'intégration horizontale de la chaîne post-marché, et qu'avec une coopération efficace des différentes infrastructures de marché, incluant les banques centrales, on peut obtenir un marché cohérent et efficace.

Je vais couvrir trois sujets principaux:

- ▶ Je vais remettre dans un cadre général le contexte de la stratégie du groupe Euroclear depuis quelques années en présentant quelques éléments de son évolution en tenant compte des projets dont nous venons de parler
- ▶ Je ne pourrai m'empêcher de parler d'ESES, le premier exemple d'intégration de règlement livraison en Europe, via une plateforme commune pour les trois marchés NYSE Euronext (la France, la Hollande et la Belgique), prévu le 1<sup>er</sup> décembre prochain;
- ▶ je prendrai enfin la perspective un peu plus lointaine à horizon 2010/2011, en vous présentant les principaux objectifs des deux projets de plates-formes uniques pour la conservation (custody) et le règlement livraison (settlement).

### 1. La stratégie du Groupe Euroclear

La stratégie d'Euroclear depuis le début des années 2000 est basée sur deux axes principaux.

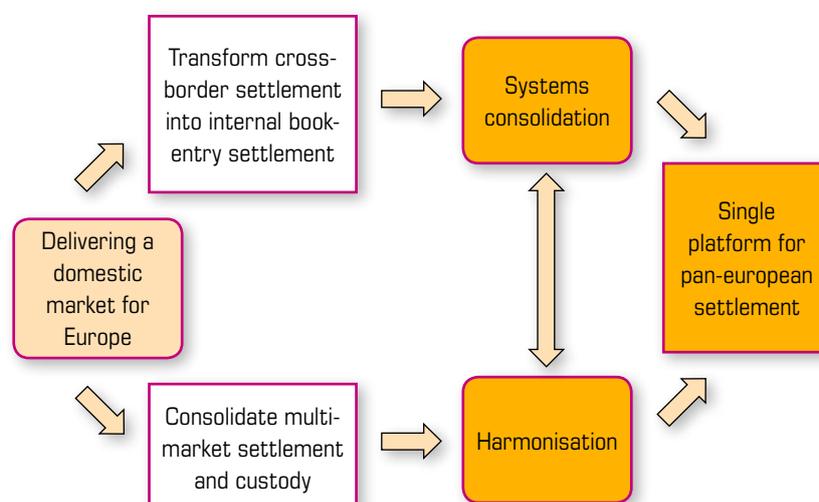
Un premier axe où le groupe a eu la volonté d'intégrer le marché européen.

- ▶ Dans un premier temps, nous avons effectué une série d'opérations capitalistiques: la première d'entre elles fut en 2001 la fusion entre la SICOVAM et Euroclear Bank. Cette première fusion a été suivie par d'autres opérations, avec l'intégration en 2002 du CSD hollandais, en 2003 des CSD anglais et irlandais, en 2006 du CSD belge, et plus récemment l'intégration en 2008 (finalisée fin 2008) des CSD suédois et finlandais.
- ▶ Mais les opérations de type capitalistique ne sont pas les seuls éléments que l'on uti-

lise pour essayer d'intégrer le marché. Nous sommes également en discussion avec une série de contreparties possibles pour discuter d'opérations de partage de plates-formes. En effet, la plate-forme unique est une technologie qui a été développée récemment et que nous sommes prêts éventuellement à partager avec d'autres institutions, sans nécessairement parler de fusion. D'ailleurs, la fusion annoncée récemment entre le groupe Euroclear et les CSD suédois et finlandais a démarré par des discussions de partage de plate-forme.

- ▶ Finalement, un troisième volet que nous continuerons à utiliser en matière d'intégration des marchés, c'est l'axe de l'interopérabilité: je sais que ce sujet n'est pas très populaire ces jours-ci, particulièrement au

### Euroclear vision



Source : Euroclear

## ESES Stream 3, SP Custody

niveau des chambres de compensation, mais je reste convaincu qu'au niveau des dépositaires centraux et des systèmes de règlement livraison, pour autant que la masse critique existe dans deux systèmes, des liens d'interopérabilité peuvent s'avérer très efficaces. Je pense que Clearstream Luxembourg et Euroclear Bank ont démontré depuis une vingtaine d'années que ce genre de liens pouvait fonctionner.

Cette politique d'intégration ne va pas changer dans le futur. Nous restons donc candidats à l'acquisition et à la fusion avec d'autres CSD: un projet réel comme Target 2 Securities, va certainement pousser à une plus forte consolidation du métier de CSD en Europe, et nous pensons donc que la consolidation n'est pas terminée.

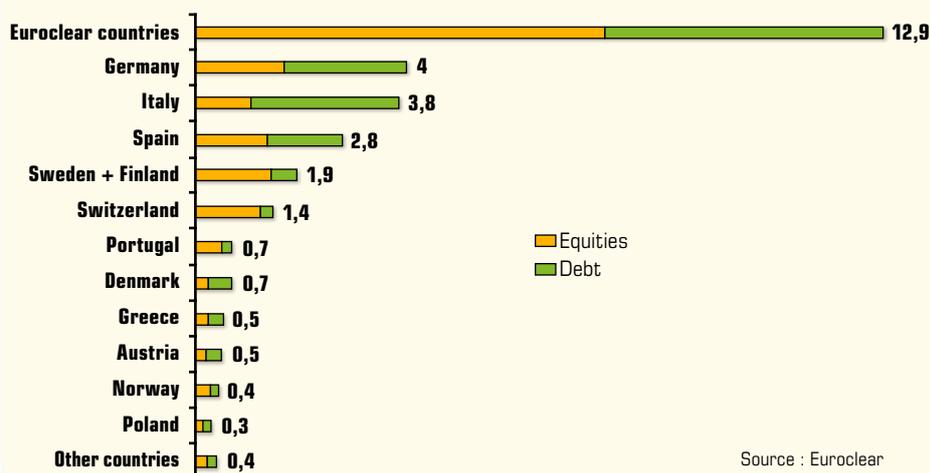
Le deuxième axe vise à développer une plate-forme unique de règlement livraison et d'activités de conservation, en ajoutant les services aux émetteurs. L'objectif est double:

- ▶ il est d'une part une condition sine qua none pour harmoniser les pratiques de marché au sein de tous les marchés qu'Euroclear essaie d'intégrer;
- ▶ d'autre part, pouvoir procéder à l'opération de consolidation des infrastructures IT nous paraît important et logique. Nous avons toujours l'intention d'aller jusqu'au bout de la plate-forme unique, mais il est clair qu'avec la réalité que Target 2 Securities deviendra demain, il faudra envisager la manière dont le groupe Euroclear et la plate-forme unique vont pouvoir dialoguer avec la plate-forme T2S.

Si l'on illustre la stratégie d'Euroclear avec des chiffres, on constate qu'Euroclear couvre plus de 50 % de la capitalisation du marché des titres (instruments de taux et equities en Europe, avec l'ajout des marchés suédois et finlandais).

À côté de cela, on y trouve une série de marchés qui se sont regroupés autour de cette nouvelle initiative « Link'up Market » qui constitue également une force en termes de capitalisation très importante en Europe. Donc je pense que le processus de consolidation, si on lui ajoute la

### Euroclear : plus de 50% de la capitalisation du Marché des Titres en Europe (dettes et equity)



Source : Euroclear

plate-forme de Target 2 Securities, est devenu maintenant un phénomène inévitable et qui a déjà fortement progressé.

Par ailleurs, il y a maintenant des avancées très concrètes en matière d'harmonisation des pratiques de marché. En comparant la situation d'aujourd'hui à celle d'il y a cinq ans, les pratiques de marché en Europe sont déjà nettement plus harmonisées.

Enfin, l'agenda a avancé en grande partie grâce à la place de Paris, via ESES, la plate-forme unique pour la zone Euronext, qui va devenir une réalité à la fin du mois de novembre.

### 2. ESES – une étape clé dans la mise en œuvre de la stratégie Euroclear

Le projet ESES est essentiel dans la stratégie du groupe Euroclear, pour quatre raisons:

- ▶ le projet ESES a été probablement le vecteur le plus important en Europe, jusqu'à présent, en matière d'harmonisation des pratiques de marché. Je rappelle qu'il y a un an, ESES a été lancé pour la France. Cela a permis d'intégrer et de supprimer la filière Relit, pour n'avoir plus qu'une seule plate-forme de règlement livraison en France. Nous allons donc très bientôt avoir trois marchés qui fonctionnent, non seulement sur une plate-forme technique commune, mais également

sur un système de règlement livraison avec une journée comptable et des mécanismes d'appariement complètement harmonisés.

- ▶ le modèle d'intégration horizontale que nous soutenons est favorisé par la Place: nous avons eu un partenariat dans le cadre de ce projet avec à la fois LCH.Clearnet SA et NYSE Euronext, qui a été remarquable. Je pense qu'ESES est une bonne démonstration du fait que l'on peut faire du straight through processing, sans que nécessairement les structures de gouvernance au niveau trading, clearing et CSD soient les mêmes.
- ▶ ESES a pu démontrer que créer un marché domestique pour l'Europe, et transformer des transactions de type transfrontalier en transactions domestiques était possible. Par exemple, vos transactions de règlement livraison avec des contreparties hollandaises et belges équivalaient à des transactions de règlement livraison avec une contrepartie française.
- ▶ ESES est devenu la base sur laquelle la plate-forme unique sera construite en matière d'harmonisation de règlement livraison et d'opérations sur titres

### Les bénéficiaires clients

Les bénéficiaires clients sont tout à fait complémentaires à la stratégie du groupe Euroclear:

- ▶ la migration des marchés français, hollan-

dais et belge sur une même plate-forme permet de bénéficier de la consolidation de trois marchés en un.

- ▶ cela permet à NYSE Euronext de réaliser son objectif de straight through processing de construction d'un carnet d'ordre unique,
- ▶ au travers du concept de "CSD de référence", on supprime la notion de multi-listings dans la zone Euronext. Comme on le sait tous, les actions et les obligations multi-listées sont des instruments particulièrement difficiles à gérer au niveau du back office. Cette élimination, au niveau de la zone Euronext, des actions et des obligations multi-listées est donc un bénéfice important pour les clients d'Euroclear;
- ▶ le pooling des avoirs titres et espèces au niveau de la zone Euronext dans un seul compte opérationnel est un bénéfice important;
- ▶ nous allons offrir de nouveaux services en matière d'OST, notamment un nouveau service électronique d'annonce d'OST qui n'existe pas pour Euroclear France pour le moment;
- ▶ et pour terminer, la consolidation des plateformes informatiques permet de réduire le coût opérationnel des entités Euroclear et donc de retrouver ces bénéfices au niveau de la clientèle. En moyenne, les coûts de conservation, et de règlement livraison pour la place de Paris, pour l'entité Euroclear France, seront réduits d'un peu plus de 14 % par rapport à la facture actuelle.

### État d'avancement des tests

- Bilan de la deuxième bascule
- Critères et confirmation de la date de lancement

À partir du mois d'août, nous sommes entrés dans la phase de tests des procédures de bascule et de migration, avec l'ensemble des trois marchés.

Nous avons choisi une stratégie à deux vitesses avec une première migration l'an passé de la France (qui était plus expérimentée avec le système RGV).

Fin novembre, pour la journée comptable du

1er décembre, nous irons vers les migrations en big-bang des marchés belge et hollandais. Même si ce ne sont que trois marchés, cela reste une opération extrêmement délicate et importante. C'est la raison pour laquelle nous avons prévu une période de test assez longue, qui a démarré au mois d'août et qui se terminera la semaine qui précède le lancement.

Nous avons prévu deux tests de bascule: le premier au mois d'août a été un succès pour la place de Paris. Les clients avaient été relativement satisfaits; pour les marchés belge et hollandais, nous avons eu un certain nombre de problèmes en matière de reporting, qui n'avaient pas pu permettre aux marchés belge et hollandais de tester de manière satisfaisante la migration.

Nous avons heureusement prévu un deuxième test de bascule qui s'est déroulé le week-end passé. Les résultats sont positifs: nous avons testé la clôture des systèmes existants de règlement livraison et de conservation, les crédits des comptes participants, des balances participantes, des référentiels, des transactions qui étaient ouvertes vers ESES, ainsi que la réouverture de la première journée comptable au niveau d'ESES. Globalement, l'ensemble des marchés ont donné une note de satisfaction à Euroclear.

Il nous reste cinq semaines de tests libres. Nous sommes raisonnablement optimistes.

La date de lancement prévue est le 28 novembre. Nous avons mis en place des comités d'implémentation dans les trois marchés avec une représentativité large des clients. Ce seront les utilisateurs d'ESES qui nous donneront leur opinion sur les tests effectués. La confirmation de la date du 28 novembre sera effective le lendemain d'une réunion de ces comités, vers le 6 novembre.

Vu les conditions de marché, nous ne prendrons pas le moindre risque et nous serons prêts à reporter le lancement, si besoin.

### D'ESES vers SP Custody

Nous sommes en parallèle en train de travailler sur la mise à disposition des marchés d'une plate-forme unique pour la conservation et la gestion des OST.

Cela représente un nouveau défi important car c'est une nouvelle étape vers l'harmonisation des services d'Euroclear pour les assemblées générales et les OST. Cette plate-forme SP Custody est fortement basée sur les acquis d'ESES.

Il y aura une extension du périmètre (ESES concerne trois marchés): la plate-forme unique au niveau du custody concernera les clients d'Euroclear Bank, les clients d'Euroclear UK & Ireland, et à long terme les clients suédois et finlandais

Dans le cadre de SP Custody, il est prévu le passage des formats propriétaires Euroclear France aux normes ISO 15022 (OST) et 20022 (Assemblées Générales). Les formats propriétaires vont disparaître et il y aura une migration obligatoire vers ces standards ISO.

Dans le cadre d'ESES, nous lancerons une nouvelle infrastructure de communication appelée CCI (Common Communication Interface).

Les marchés hollandais et belge bénéficieront dès le 1er décembre de cette nouvelle infrastructure; le marché français a préféré attendre la mise en place de SP Custody

Les moyens de communication eRGV et E2A ne seront plus disponibles pour les fonctions Custody.

### SP Custody – un pas significatif vers l'automatisation et la standardisation

Quelques changements-clés sur les pratiques de marché pour la place de Paris sont prévus:

- ▶ Le paiement direct sera la méthode exclusive pour le règlement de coupons, de dividendes et pour les distributions d'espèces de manière générale.
- ▶ L'introduction et l'ordonnancement des dates dans la gestion des OST seront généralisés pour les distributions de titres

## ESES Stream 3, SP Custody

- ▶ La division de titres par la méthode de réorganisation au lieu de la distribution est planifiée. Suite à l'adoption des standards européens en matière de gestion des OST, une équipe sur la place de Paris fait une revue et une validation de ces choix en matière d'harmonisation, avec un aval qui sera donné en fin d'année.

Des avancées fonctionnelles notables seront apportées, comme :

- ▶ L'annonce et la notification des OST par les agents émetteurs vers les Teneurs de Comptes Conservateurs de façon automatisée, sous forme électronique et sous norme ISO 15022 et 20022
- ▶ Une plus grande flexibilité dans l'exercice des options des OST, notamment dans la distribution de droits pour lesquels les teneurs de comptes conservateurs auront plus de flexibilité dans la gestion des droits de leurs clients individuels.
- ▶ Un enrichissement des reportings (positions éligibles, statut...), en termes de gestion des annonces, où nous tiendrons compte non seulement des valeurs disponibles dans les comptes titres mais aussi des transactions qui passent au travers des comptes
- ▶ Une nouvelle fonctionnalité au sein des marchés ESES : le proxy voting sous norme ISO (date à confirmer). À ce jour, Euroclear n'est pas utilisé dans la chaîne de messageries des assemblées générales, contrairement à ce qui se passe pour certains CSD hollandais et anglais. Nous mettrons à disposition de l'ensemble des CSD du groupe toute l'infrastructure de messageries qui permettra de faciliter l'information en AG entre l'émetteur, son argent, et les teneurs de comptes conservateurs.

Le projet ESES fait l'objet d'une migration technologique importante, via le passage aux normes ISO et le passage sur une nouvelle plate-forme de communication

### Se préparer à SP Custody

La migration aura lieu à horizon 2010. Une bonne préparation à cette migration implique pour les utilisateurs :

- ▶ L'utilisation des messages ISO 15022 obligatoire pour toute la chaîne OST.
- ▶ La sélection d'un fournisseur de réseau (SWIFT ou BT RADIANTZ). Le choix en matière de réseau permet de favoriser la concurrence pour obtenir les meilleurs prix et assurer les procédures de back up.
- ▶ Une analyse des impacts et des opportunités pour les traitements back offices. Nous allons offrir plus de possibilités en matière d'automatisation des OST. Dans la plupart des back offices, les opérations restent peu automatisées.
- ▶ La définition par chaque établissement de ses besoins en matière de reporting
- ▶ La préparation des tests
  - de connectivité : comment se connecter au réseau pour la nouvelle infrastructure CCI ?
  - d'adaptation aux normes ISO.
  - fonctionnels, c'est-à-dire le test des nouvelles fonctionnalités fournies par SP Custody.

### Single Platform Settlement en 2011 - Extension des périmètres fonctionnels et géographiques

La phase finale du projet SP settlement est prévue pour fin 2011.

Cette plate-forme, dédiée au règlement livraison, permettra aux marchés ESES l'accès aux marchés anglais et irlandais ainsi qu'au marché des Eurobonds. Les marchés suédois et finlandais vont rejoindre la plate-forme en 2012. Ces marchés seront accessibles via une interface de communication unique. Les tarifs seront harmonisés pour les 5 CSD.

SP Settlement va impliquer des évolutions sur le marché français, notamment au niveau des produits de taux : expression de la quantité (un groupe de travail de l'AFTI œuvre sur ce sujet).

Nous allons changer le modèle de règlement livraison. Puisque les banquiers centraux ne désirent plus que des sociétés privées gèrent les comptes cash en monnaie banque centrale, nous allons donc passer à un modèle interfacé, appelé le « Dedicated liquidity model ».

Nous allons harmoniser les structures de

comptes dans les marchés européens. En effet, les structures de comptes dans certains CSD sont souvent très différentes, ce qui pose des problèmes au niveau des fonctions comme le matching ou l'appariement.

La grosse avancée fonctionnelle pour la place de Paris et les marchés Euronext sera l'offre fonctionnelle enrichie, en matière de collateral management.

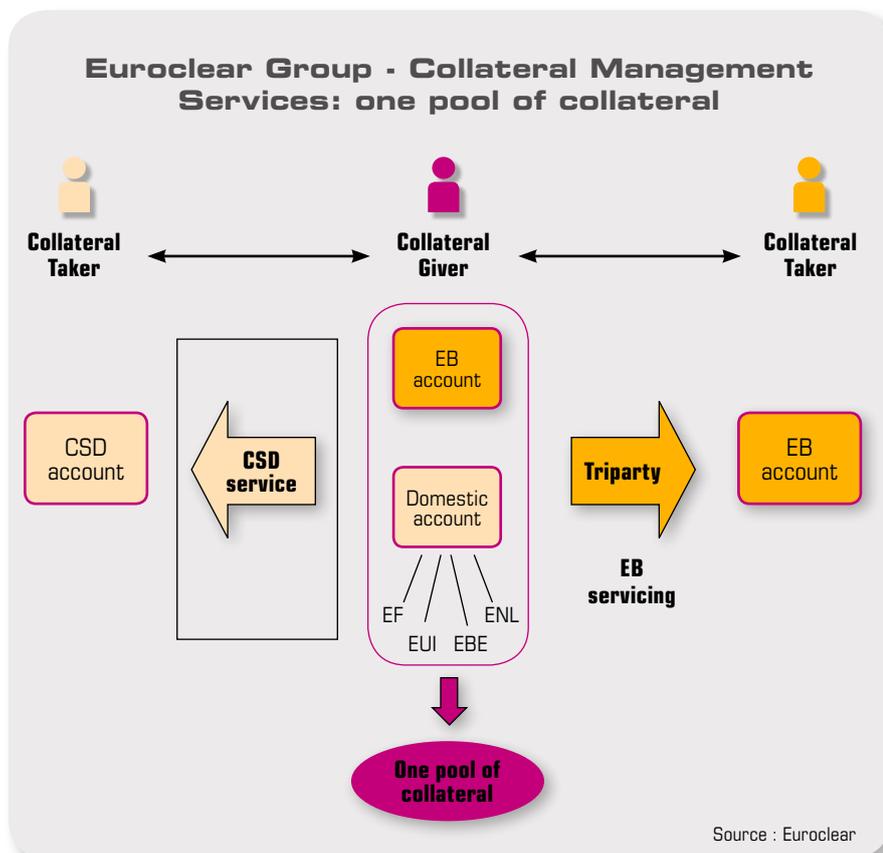
### SP Settlement - Principaux bénéfices

- ▶ Un point d'accès unique pour l'ensemble des marchés du Groupe Euroclear au travers d'une seule infrastructure de communication (CCI)
- ▶ Une structure de comptes harmonisée permettant une gestion adaptée aux différents besoins et qui rendra indépendantes les organisations propres à chaque établissement par rapport à leur contrepartie
- ▶ Une internalisation des transactions de règlement livraison pour toutes les contreparties des clients au sein du Groupe Euroclear, permettant ainsi une meilleure efficacité du dénouement et une gestion plus efficace des besoins de liquidité
- ▶ De meilleurs outils d'optimisation du règlement livraison en automatisant les fonctions de découpage, les fonctions de linkage de transactions (pour réduire les risques de tirage sur la masse dans le cadre de certaines activités de teneurs de comptes conservateurs ou d'OPCVM)
- ▶ La création d'un pooling virtuel des avoirs titres détenus dans les 5 CSD du groupe Euroclear, et des avoirs détenus au sein d'Euroclear Bank pour la gestion du collatéral

En effet, SP settlement va permettre de gérer les besoins de financement avec la banque centrale et avec les contreparties en gérant le dépôt de titres entre la fonction ICSD et les 5 CSD du groupe Euroclear.

Ce sera une facilité qui permettra de s'assurer que le collatéral se situe toujours, soit au niveau du CSD, soit au niveau du service Triparties offert par Euroclear Bank.

Le collateral management sera la plus grosse évolution de SP Settlement.



En ce qui concerne les fonctionnalités supplémentaires d'Euroclear France:

- Nous mettrons en œuvre le principe de la pension en vrac sur base de « paniers de titres » standardisés et prédéfinis; CCBM2 sera utile en matière de standardisation de ce panier
- Nous offrirons des transactions repos à terme et overnight
- Nous allons offrir des mécanismes de substitutions et appels de marges automatiques pour la gestion des opérations de collateral management

### Conclusion

Les projets d'Euroclear sont très complémentaires avec les autres projets (Target 2, CCBM2...).

Nous avons démontré lors de cette conférence que la transformation du post-marché est en route, avec des projets concrets.

La feuille de route est relativement claire, et comme l'a dit Jean-François Théodore, le

monde du post-marché est le monde qui a la dynamique la plus importante aujourd'hui et je n'ai aucun doute qu'à côté de ces projets, toute une autre série d'autres projets va devenir d'actualité.

Il reste énormément de travail à faire pour industrialiser les process dans le monde de l'OPCVM. Beaucoup ont été faits en France, mais au niveau européen, les processus restent encore manuels.

Il est clair que l'on a parlé beaucoup de l'Europe aujourd'hui, mais je pense que l'établissement de liens plus efficaces au niveau transatlantique et avec l'Asie, va devenir rapidement un sujet important.

On parle moins des MTF suite à la crise, mais je pense que certains vont survivre et donc il faudra également mieux intégrer ces nouveaux acteurs au sein de la chaîne post-marché. ■

### Question du public

*En lien avec ce que vous dites sur SP Settlement, vous parlez de l'automatisation des découpages, principalement pour LCH Clearnet, allez-vous offrir ce service aux autres CCP (EuroCCP, EMCF) ou tout autre qui viendrait sur ce marché?*

### Pierre SLECHTEN

Tout à fait. Nous avons signé, comme pour l'ensemble des infrastructures, le Code de Conduite. Nous n'avons d'autre choix que d'offrir un standard équivalent à l'ensemble des CCP qui nous sollicitent. Tout cela sera fait sur une base de business cases concrets.

Aujourd'hui, contrairement à ce que je pensais il y a un an, les volumes qui nous sont envoyés par d'autres CCP, sont très faibles. Il y a encore des questions quant à la viabilité de certaines CCP et de ces nouveaux MTF. Nous leur offrirons le même service, à la condition de définir un business case qui nous permette de mettre en place une intégration aussi poussée que celle qu'on a mise en place avec LCH. Clearnet SA.

Ce service sera également mis à la disposition des clients d'Euroclear France.

### Question du public

*Confirmez-vous qu'il n'y a aucune fenêtre de tir possible pour l'automatisation des découpages avant SP?*

### Pierre SLECHTEN

J'ai toujours essayé de suivre le principe « under-promise over-deliver » comme disent les Anglais. Si je suis ce principe, je dois bien admettre qu'il n'y a pas d'espoir pour délivrer ces produits plus tôt.

## Faits marquants depuis la conférence du 19 juin



### Faits marquants depuis la conférence du 19 juin

**Jean DE CASTRIES**, Directeur Général, Equinox Strategy

#### Bon démarrage des nouveaux marchés malgré le contexte de crise financière

On aurait pu penser que la crise financière remettrait en question l'activité des marchés alternatifs. Hormis quelques décalages de lancement (Smartpool, Equiduct prévus en juin), Turquoise et Nasdaq OMX ont bien démarré comme prévu respectivement les 15 août et 26 septembre, en « soft launch ».

Il y a encore plusieurs réalisations à venir dans le courant du second semestre 2008. BATS ou Equiduct, ne remettent pas en cause leur démarrage. Des initiatives complémentaires ont été prises:

- ▶ NYSE Euronext a annoncé le lancement d'un autre MTF low cost
- ▶ LSE a seulement décalé le projet Baïkal initié avec Lehmann (de Q1 à Q2 2009)

On peut dire en conclusion que le paysage du trading cash equity est bien toujours en mouvement.

#### Un même modèle pour plusieurs marchés alternatifs

En regardant tous ces marchés, on constate qu'ils sont plus ou moins construits sur un même modèle. Les nuances sont assez ténues entre les différentes plates-formes et sont souvent plus d'ordre marketing que d'ordre réellement opérationnel.

Les grandes ressemblances entre ces plates-formes sont:

- ▶ **un positionnement paneuropéen centré sur les « blue-chips »**
- ▶ **une tarification agressive**, fondée en grande partie sur la rémunération des apports de liquidité et l'articulation avec les 2 nouveaux acteurs de compensation low cost (EMCF et EuroCCP)
- ▶ **un actionnariat opportuniste des grands groupes bancaires**, qui peuvent avoir des participations dans plusieurs plates-formes. (voir tableau "Principaux indices cotés sur les

MTFs" p17).

Cependant, on peut noter certains facteurs de différences:

- ▶ Les dark pools (NYFix Euromillennium/ SmartPool), qui sont un modèle spécifique
- ▶ Equiduct: modèle fondé sur le VBBO (Best Execution) et l'animation du marché par des market makers
- ▶ Les initiatives des marchés historiques: SmartPool (NYSE Euronext), Octopus, Baïkal

Dans ce paysage qui continue à avancer, les

### 2 nouveaux marchés alternatifs paneuropéens depuis juin 2008

**TURQUOISE**

- Démarrage : **15 août 2008**
- 14 marchés couverts
- ~ 1250 blue chips européens

**NASDAQ OMX**  
EUROPE

- Démarrage : **26 sept. 2008**
- 14 marchés couverts
- Grands indices européens
- Particularité : capacité de re-routing vers les autres marchés

#### Planning du lancement de marchés alternatifs



Source : Equinox

mutations sont bien enclenchées. On peut se poser au regard de ces caractéristiques communes trois questions:

- D'abord, compte tenu de l'actionnariat commun entre toutes ces plates-formes, comment va-t-il évoluer?
- Quel va être l'impact sur ces nouveaux acteurs de la résistance des marchés historiques en termes de volumes pendant la crise financière?
- L'avance prise par Chi-X est-elle pérenne?

### Fragmentation de la liquidité: une réalité qui s'installe...

La fragmentation de la liquidité est une réalité qui s'installe maintenant durablement dans le paysage financier. Observons les nouveaux acteurs:

- Concernant **Turquoise**, on aurait pu imaginer des engagements de volume plus explicites, compte tenu de la communication qui avait été faite sur son actionnariat et de la présence à son capital de plusieurs global brokers anglo-saxons.

En réalité, il faut bien dire, qu'après un mois d'activité, le constat sur Turquoise est plutôt mitigé. Le démarrage a eu lieu: sa part de marché est estimée à 2 % sur les 270 valeurs les plus liquides et jusqu'à 5 % sur les 90 premières valeurs. Mais les volumes restent encore faibles, en particulier dans le compartiment Darkpool qui est adossé à Turquoise.

On peut penser que le démarrage de Turquoise, en plein milieu de la crise, n'a pas aidé à attirer les volumes, mais il y a une réelle question: bien qu'il soit un peu tôt pour juger du succès ou de l'échec de Turquoise, cette plate-forme est-elle pérenne?

- **CHI-X** est aujourd'hui la 4e plate-forme européenne devant Swiss X, avec 5 % des volumes sur le cash equity Européen.

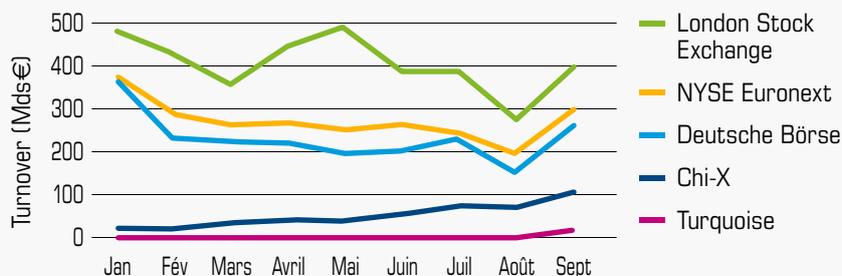
CHI-X annonce des pics à 22 % sur le Footsie et à 16 % sur le CAC 40; pendant la grande fébrilité des marchés en septembre, l'activité

### Principaux indices cotés sur les MTFs

		CHI-X	Turquoise	Nasdaq OMX	BATS
France	CAC 40	●	●	●	○
Gde Bretagne	FTSE 100	●	●	●	○
Allemagne	DAX 30	●	●	●	○
Pays-Bas	AEX 25	●	●	●	○
Belgique	BEL 20	●	●	●	○
Finlande	OMX H 25	●	●	●	
Norvège	OBX 25	●	●	●	
Danemark	OMX C 20	●	●	●	
Suède	OMX S 30	●	●	●	
Autriche	ATX 20	●	●	○	
Suisse	SMI 20	●	●	○	
Irlande	ISEQ 20	○	●	○	
Italie	MIB 30	●	●	○	
Espagne	Madrid	○		○	
Portugal	PSI-20	○	●		

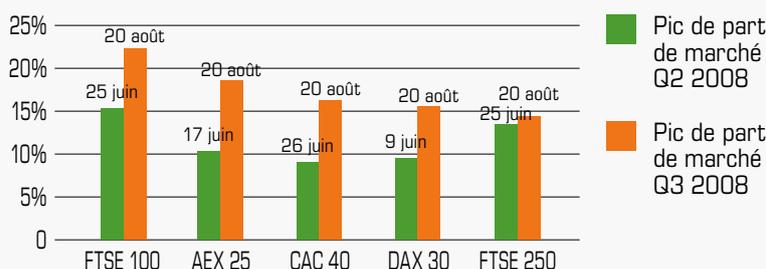
● Live ○ À venir Source : Equinox

### Capitaux traités sur les différentes places d'exécution européennes



Sources : FESE/Equinox Consulting 2008

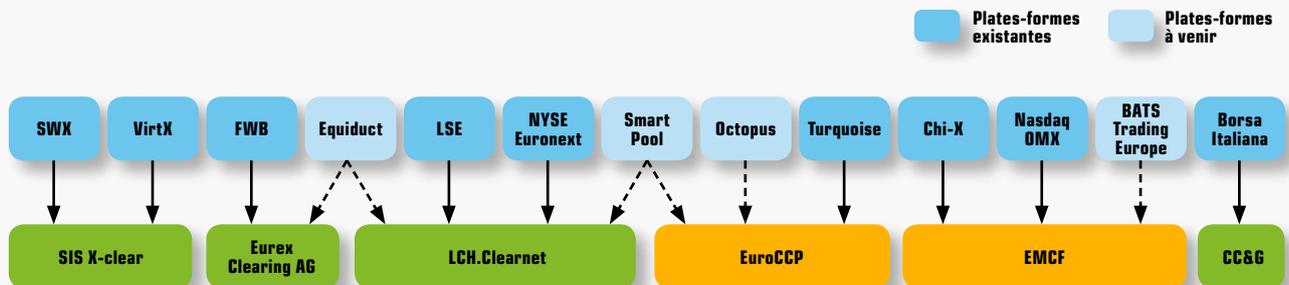
### Pics de part de marché de Chi-X sur les grands indices européens



Source : Chi-X

## Faits marquants depuis la conférence du 19 juin

### Positionnement des CCPs sur le marché cash equity Européen (vision simplifiée)



Source : Equinox Consulting

et la croissance de CHI-X ont été moindres que celle des marchés historiques. On peut supposer qu'il y ait eu un effet lié à EMCF et à sa fragilisation, mais ce n'est pas la seule explication.

#### ... mais qui reste contrôlée par les marchés historiques.

Cette fragmentation réelle de la liquidité, qui s'installe durablement dans le paysage financier, reste tout de même contrôlée par les marchés historiques.

Face au développement des marchés alternatifs, les marchés historiques proposent des réponses ciblées. Ils ont réussi à réagir aux offres des plates-formes alternatives :

- ▶ **par une adaptation de leur offre tarifaire** : - 30 % sur le trading haute fréquence pour NYSE Euronext et le LSE, en réponse directe à CHI-X dont la liquidité est alimentée par les arbitragistes, tarifs dégressifs groupés NYSE NY et Euronext Europe, tarifs surélevés pour les marchés alternatifs qui proposent du re-routing des ordres
- ▶ **et par le lancement de leurs propres MTF**, qui leur permettent de rester dans la course : Smartpool & Octopus pour NYSE Euronext, et le projet Baïkal pour le LSE

De plus, la liquidité des MTF est dépendante des marchés historiques qui restent l'unique référence de formation des prix : le 8 septembre, un incident technique a empêché la cotation sur le système SETS du LSE. Les volumes sur CHI-X et Turquoise ont également décliné

jour-là, ce qui signifie qu'il y aurait une étroite corrélation entre les volumes des plates-formes alternatives et les volumes des marchés historiques.

Le marché des darkpools est encore balbutiant en Europe : NYFix Euromillennium n'a pas capté de volume significatif depuis son lancement en mars 2008, et le darkpool de Turquoise n'en est qu'à ses débuts.

Conclusion : **les marchés historiques sont donc toujours en position de force, et la vraie question est de savoir si les MTF vont atteindre rapidement le seuil critique qui assurera leur pérennité et leur indépendance.**

#### Une lutte de positionnement dans le

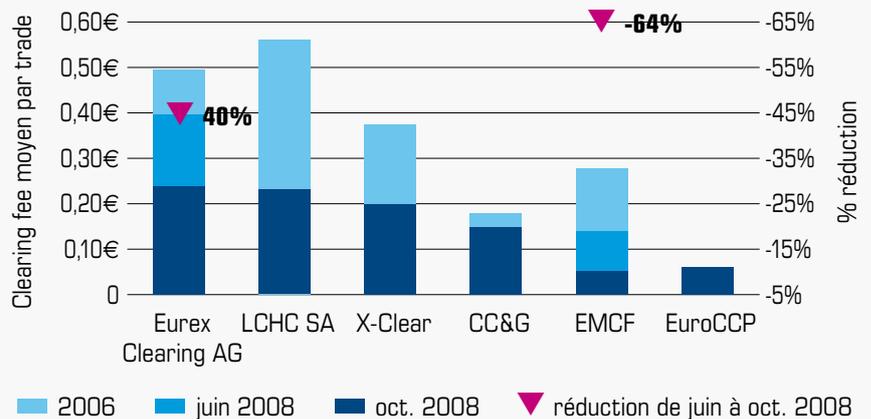
#### post-marché...

Les 2 nouvelles CCP paneuropéennes EMCF et EuroCCP ont conquis le marché des MTF en s'adaptant à leur modèle low-cost.

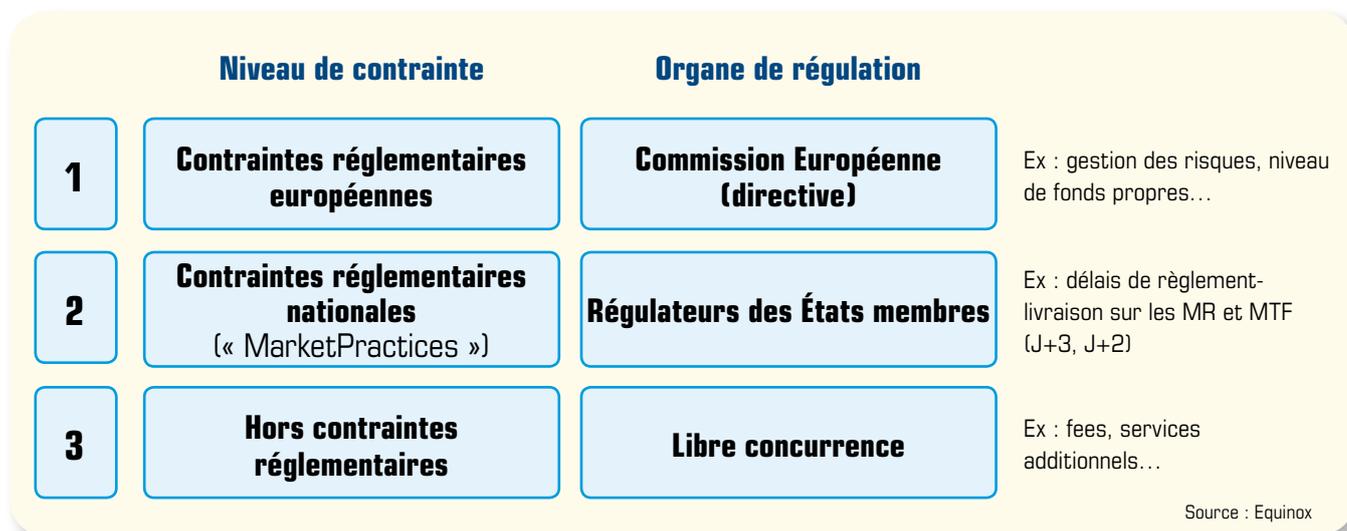
Ces plates-formes alternatives se sont partagées une part importante du gâteau des nouveaux MTF. On peut considérer qu'en face de cela, les CCP historiques ont mis un peu plus de temps à s'adapter à ces 2 caractères low-cost et paneuropéen, et à pouvoir répondre à armes égales aux exigences des marchés alternatifs.

**La guerre des prix est effective** et la pression sur les clearing fees va en s'intensifiant. Au mois de juin dernier, il y avait déjà eu des baisses extrêmement importantes en 1 an.

### Réduction des frais de compensation depuis 2006



Source : Equinox Consulting



Entre juin et septembre 2008, 2 nouvelles baisses ont eu lieu. Aujourd'hui, EMCF propose 5 cents d'euros par trade.

Le revers de la médaille est que le succès des CCP émergentes est très lié à celui des nouveaux MTF. Si demain, certains MTF doivent fermer, on peut imaginer que cela aurait un impact fort sur ces CCP.

### ... exacerbée par la crise financière et le déficit de confiance

**La crise financière est venue poser des questions sur la légitimité et la pérennité de certains acteurs et elle a rendu palpable la notion de risque systémique :**

- ▶ en effet, des incertitudes sont nées sur la solidité et le niveau de garanties d'EMCF pendant la période de doute sur Fortis (Nasdaq OMX, compensé par EMCF, a depuis pris une participation de 22 % dans EMCF fragilisé par son appartenance au groupe Fortis)
- ▶ de plus, les craintes de contagion rapide - « effet domino » - en cas de défaillance d'une CCP sont apparues et devenues une réalité.

La faillite de Lehman et la crise de confiance qui en résulte ont réaffirmé **le rôle clé des CCP pour la stabilité des marchés**. La volonté d'étendre le principe de compensation à d'autres types d'instruments financiers/pla-

tes-formes, à travers le lancement de projets concrets en est la démonstration :

- ▶ Compensation des Prêts/Emprunts (Secfinex & LCH.Clearnet SA) (juin 2009)
- ▶ Compensation des CDS (Citadel & CME)
- ▶ NYFix Euromillennium va se doter d'une CCP

L'importance réaffirmée des CCP rend d'autant plus impérieuse l'homogénéisation de la réglementation européenne vers une meilleure maîtrise des risques.

### Vers une directive ?

Face aux difficultés avérées dans l'application du Code of Conduct, la Commission Européenne a demandé à CESR de travailler d'ici fin 2008 sur les solutions réglementaires à mettre en place. On peut se poser 2 questions :

- ▶ **une directive européenne ne serait-elle pas nécessaire pour permettre de définir 3 niveaux de contraintes s'appliquant aux CCP en Europe (\*) ?**

(\*) cf. réponse de Equinox Consulting à la consultation du CESR de septembre 2008 (Ref. CESR/08-643)

- ▶ une telle directive ne pourrait-elle pas également imposer **la transparence** des infrastructures notamment sur la sépara-

tion des layers trading, clearing et settlement et **l' unbundling** des services au sein de chacun de ces layers (3e volet du code of conduct) ?

### Les grandes questions à suivre pour les infrastructures...

- ▶ Les marchés alternatifs vont-ils atteindre le seuil de liquidité critique qui garantira leur pérennité et leur indépendance sur la formation des prix ?
- ▶ Si oui, les marchés historiques auront-ils intérêt à entrer dans une guerre des prix/services ou à envisager le rachat de leurs concurrents low costs comme ont pu le faire leurs pairs américains ?
- ▶ La crise financière va-t-elle accélérer le processus législatif européen sur le clearing ?
- ▶ Se dirige-t-on vers une CCP unique pan-européenne ?
- ▶ Si oui, quel est le chemin le plus probable ? Une plate-forme anglo-saxonne portée par DTCC et EuroCCP ? Une plate-forme continentale portée par EMCF et/ou un rapprochement des CCP historiques ? ■

## Point d'actualité sur les chambres de compensation



### Point d'actualité sur les chambres de compensation

**Christophe HÉMON**, Directeur Général, LCH.Clearnet SA

Bonjour. Je tiens à remercier chaleureusement Marcel Roncin qui, au mois de juin dernier, avait organisé la conférence sur le Code de Conduite et les évolutions du post-marché et avait eu l'excellente idée de nous donner l'opportunité de commenter l'interopérabilité et la mise en place du code de conduite. Nous ne savions pas à l'époque que Marcel avait prévu une crise sur les marchés, pour démontrer à quel point une CCP joue un rôle important et unique pour la sécurité des marchés.

Un deuxième merci à Marcel, car il a organisé le suivi de cette conférence le jour où nous avons annoncé notre fusion...

#### Une CCP, pour quoi faire ?

On évoque toujours les coûts d'une chambre

de compensation, mais rarement son rôle et sa valeur ajoutée, dans les métiers du post-trade.

La chambre de compensation est un élément clef qui, d'une part, assure la sécurité du marché en protégeant les différents acteurs du risque systémique et de la répercussion des effets liés à la défaillance d'un des acteurs. D'autre part, elle est un élément clef de l'efficacité du marché grâce au netting et au traitement straight through processing des opérations.

#### Un modèle validé

D'une part, la défaillance de Lehman Brothers a validé la robustesse du modèle proposé par LCH.Clearnet. Ainsi, seul le collatéral déposé par le défaillant a été mobilisé pour régler le

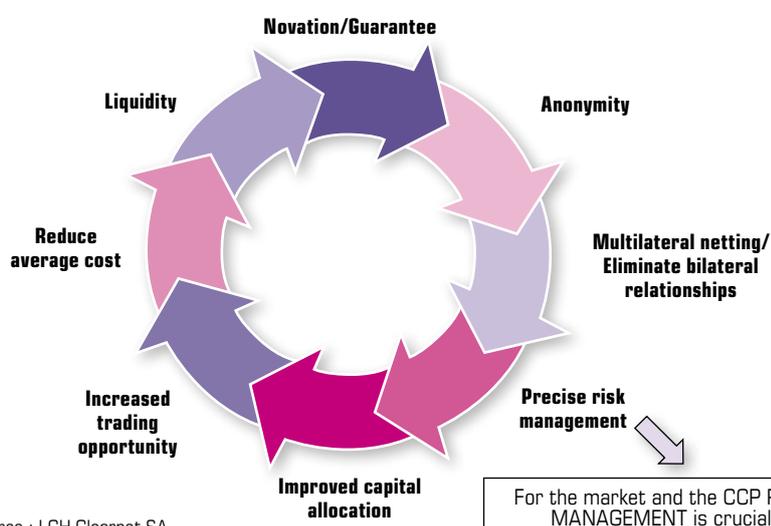
solde du process de liquidation, le collatéral déposé par les autres membres pour remplir leurs obligations de contribution aux Fonds de Garantie de la Compensation n'a pas été impacté. Ceci a conforté les orientations de LCH.Clearnet quant à sa gestion des risques lui ayant permis de bien calibrer ses ressources et donc de limiter l'impact financier sur les autres participants.

La pertinence du système de gestion des risques de LCH.Clearnet a d'autant plus été démontrée que cette défaillance est présentée comme la plus grosse faillite des États-Unis : pour rappel, le portefeuille de swaps de Lehman représentait 9000 milliards de dollars.

D'autre part, le monitoring très précis des risques (en intra-day) a sécurisé les opérations des jours suivants, dans des conditions de marché historiques tant en termes de volumes que de volatilité extrême sans oublier les besoins accrus de liquidité des « Securities Settlement Systems ». Ainsi, si nous avons bénéficié d'une parfaite coopération avec Euroclear, certains CSD ont un peu souffert en Europe. Nous avons eu quelques frayeurs avec l'un d'entre eux, qui nous a contraints à injecter de la liquidité à très haute dose dans le système, de manière à fluidifier le règlement livraison.

Nous savons que chaque défaut est différent. Lors de la rumeur d'un défaut potentiel d'une grande banque hollandaise, nous avons anticipé un scénario totalement différent car tout dépend de l'organisation du clearing member et de son activité, pour compte propre et/ou pour le compte de clients.

#### Un cercle vertueux



Source : LCH.Clearnet SA



## Un « avant » et un « après » 15 septembre 2008

Dans un paysage très mouvant du côté des CCP, nous anticipons, à court terme, des marchés très nerveux; une vigilance extrême sera nécessaire au niveau des alertes et des volumes « d'ajustement ».

À moyen / long terme, on pourrait assister à une moindre appétence des opérateurs de marché pour le risque (et par conséquent à une contraction de leurs opérations) ainsi qu'à une concentration des acteurs.

En parallèle, la régulation pourrait être renforcée: s'orientera-t-on vers une régulation européenne?

Un contexte de crise n'est pas synonyme de menaces. Il révèle également de nouvelles opportunités:

- ▶ un appétit plus grand du marché pour des opérations sécurisées
- ▶ un élargissement prévisible du type d'opérations et des produits susceptibles d'être compensés et garantis (OTC, nouvelles dettes, prêts-emprunts avec Secfinex, TCN - CD -, dérivés de crédits, buy-side...)

## Concentration ou « spaghetti network » ?

Bien qu'il existe, le code de conduite reste complexe à appliquer. En effet, chaque pays impose ses propres critères (localisation géographique, statut juridique, ajout de conditions spécifiques), ce qui rend les marchés presque inaccessibles.

L'interopérabilité peut être une réponse à court terme, mais reste :

- ▶ complexe (standards, régulation, business models différents...),
- ▶ coûteuse (business case?),
- ▶ et risquée (gestion d'une défaillance?)

Les dossiers d'interopérabilité sont peu actifs (Allemagne, Suisse) ou gelés (Italie, EMCF).

La logique à moyen-long terme est la concentration, synonyme :

- ▶ d'économies d'échelle pour la (les) CCP
- ▶ d'économies en collatéral pour les clients
- ▶ de sécurité et de robustesse

Notre annonce de fusion avec l'américain DTCC s'inscrit dans cette logique de concen-

tration. Nous pensons que la chambre de compensation doit évoluer vers un modèle dit de « utility », qui redistribue le surplus de bénéfices à ses clients sous forme de rabais, un modèle reposant sur une plate-forme technique puissante, capable de traiter des volumes que l'on espère croissants, un modèle reposant sur un système commun de gestion des risques qui a été testé et validé pendant des périodes difficiles.

La concentration se justifie également, compte tenu de la multiplication du nombre de MTF, lorsque la CCP peut offrir du cross-margining et du settlement-netting.

Nous voulons offrir des services de compensation sur un panel de produits très différents et la liste des produits est assez longue. DTCC, aux États-Unis, jouit d'une connaissance du métier et traite des volumes très importants (En 2007, les volumes de transactions sur equities ont atteint 13,5 milliards)

Enfin, DTCC propose des tarifs très attractifs, un tiers de cent par trade, contre 5 centimes pour EMCF...

Merci. ■

## Présentation des principaux projets Cash de NYSE Euronext face à la



### Présentation des principaux projets Cash de NYSE Euronext face à la concurrence

**Marc LEFÈVRE**, Directeur des programmes de vente européens Cash Markets, NYSE Euronext

Merci Marcel de nous donner l'opportunité de faire un point sur l'état de la concurrence en Europe, et plus spécifiquement de revenir sur nos différentes initiatives, que l'on peut qualifier de réactives et proactives.

Je vais revenir sur un bilan post-MiFID, avec la présentation de différents impacts pour nos clients et pour NYSE Euronext, et je vous présenterai en seconde partie les initiatives et les prochains produits commercialisés.

#### Bilan post-MiFID

##### État actuel

- ▶ Concernant la fragmentation de la liquidité, 5 nouveaux acteurs sont apparus. Aujourd'hui, la fragmentation est indéniable. Mais NYSE Euronext reste le marché de référence, avec 85 % de parts de marché.
- ▶ Le volume capté par ses concurrents est un volume incrémenté, c'est-à-dire qu'on ne parle pas d'un partage du gâteau d'une taille comparable, mais d'une taille bien supérieure, en raison de la croissance du poids des arbitragistes et des traders pour compte propre, qui ont un comportement développé vers les « S.O.R.S. » (Smart Order Router System) qui accroissent de facto ces volumes. On a donc une réelle croissance des volumes.
- ▶ Il n'y a pas de transfert de liquidité de notre marché vers les autres marchés. Concernant les actions du CAC 40 sur lesquelles nous sommes les plus attaqués, nous avons des volumes très importants (Total, SG, BNPP), et supérieurs aux volumes précédents (avant l'apparition de la concurrence).

##### La concentration

- ▶ La concentration est concrète: nous avons 10 % de clients actifs en moins. Ces clients actifs disparaissent, ce phénomène s'accélère avec la crise financière (affaires Lehman Brothers et Bear Stearn). Mais parallèlement, davantage lié à MiFID, nous avons perdu un certain nombre de clients soit qui quittent le monde du trading pour se spécialiser sur la recherche (dans le cadre de l'unbundling), soit qui fusionnent;
- ▶ Certains clients deviennent nos propres concurrents. Il y a peu d'industries dans le monde où ce phénomène se vérifie. Avec MiFID, on peut avoir des clients qui deviennent internalisateurs systématiques. Ils peuvent donc directement internaliser leurs ordres et faire l'économie de l'envoi des ordres vers quelques lieux d'exécution que ce soit. C'est le cas de certains clients (Cheuvreux récemment, BNPP prochainement, DB, Citigroup...) qui font partie de notre Top Ten.

##### Technologie

- ▶ On observe une accélération du facteur technologique via la concurrence. Accélération exacerbée, par:
  - la réduction du temps de latence (=temps de réactivité dans l'envoi d'un ordre pour avoir son acquittement). On passe de quelques secondes, à quelques millisecondes, et maintenant microsecondes.
  - Les Smart Order Router Systems (S.O.R.S.), robots qui envoient les flux, paramétrés pour atteindre la meilleure exécution. Ils

prennent en compte différents critères:

- La profondeur
- La liquidité
- Les prix, élément sur lequel nous devons évoluer

En synthèse, nous avons une pression croissante et accrue sur notre franchise et sur nos tarifs. Nous devons donc avoir une proactivité et une innovation irréprochables.

##### Initiatives de NYSE Euronext

Nous avons développé 2 grands axes:

- ▶ Un premier axe défensif pour sauvegarder notre franchise. Nous avons créé différents services innovants:
  - le service « internal matching » permet à nos clients de se mettre face à eux-mêmes au sein de notre carnet d'ordres, de profiter d'une internalisation sans en avoir les impacts et sans effectuer de développement. Grâce à ce service, ils font l'économie du coût de post-trade. Le taux d'internalisation se situe entre 10 et 15 %, avec des pics à 20 % pour nos clients (une quarantaine) ayant souscrit à ce service.
  - Le « trade publication » et le « transaction reporting » permettent d'effectuer l'ensemble de leurs obligations de publication et reporting, auprès de nos 4 régulateurs et très prochainement, nous inclurons la FSA.
  - L'amélioration de notre qualité de marché:
    - Pour ce faire, nous avons beaucoup travaillé avec l'AFTI sur le projet de cotation multi-décimale. Nous avons lancé ce

projet en février dernier, pour l'ensemble des actions Euronext. Nous avons étendu ce projet en septembre à l'ensemble de nos indices et nous allons l'étendre mi-décembre à tout un ensemble de produits, 300 produits que nous cotons sur notre plate-forme. Grâce à cette cotation multi-décimale, nous avons des ticks extrêmement bas (0,001 à 0,005 euro, selon la valeur de l'action).

- L'affichage des 10 meilleures limites
- La mise en place du Single Order Book (réalisation prévue dans les prochaines semaines).

- L'harmonisation en valeur pour le segment obligataire d'Euronext: c'est-à-dire harmoniser le marché d'Euronext avec les standards internationaux du marché obligataire dans des délais raisonnables et ne plus coter en titres, mais en valeur, ce qui permettra d'être comparable avec le reste de l'Europe et donc de ne pas être désavantagé.

- La révision de notre politique tarifaire: nous ne sommes plus en situation de monopole. Nous avons compris que MiFID permettait d'être beaucoup plus proche de ses clients et était un formidable accélérateur de changement et d'innovation. Nous avons créé un nouveau pack tarifaire (Epsilon), commercialisé depuis juillet dernier, qui permet à nos clients, en particulier aux traders à haute fréquence (high frequency traders), de bénéficier d'une baisse de l'ordre de 30% des tarifs. Par ailleurs, la baisse des tarifs sur les packs classiques (A, B, C et D) est de l'ordre de 15%. Nous avons mis en place un global pricing pour nos clients qui effectuent un certain volume d'activité sur nos 3 plates-formes (NYSE, Arca, et NSC).

- Nous faisons évoluer nos différents modèles de marché (warrants) dès novembre pour améliorer la qualité des prix et faciliter le développement de la gamme de produits.

- Nous avons lancé le listing et le trading d'un certain nombre de titres de créances négociables (TCN).

- Via le projet SCORE, nous avons initié la centralisation des offres publiques pour

le marché primaire et secondaire pour lesquelles Euronext est responsable de la collecte.

- ▶ Un second axe offensif pour détecter de nouveaux relais de croissance:

- Nous créons 2 MTF:

- l'un dans le domaine des darkpools, en partenariat avec des banques d'investissement. Le projet Smartpool, dédié à la gestion de blocs d'un certain montant, permettra à nos clients d'exercer ces blocs pour plus de mille actions dans 14 pays. C'est un modèle innovant puisque, étant une joint-venture avec 3 autres actionnaires (BNPP, HSBC et JP Morgan), il permet d'avoir à la fois la neutralité d'un marché et le savoir-faire des banques d'investissement, contrairement aux MTF qui sont plus des consortiums de banques d'investissement.

Ce darkpool est une société indépendante, basée au Royaume-Uni, supervisée par la FSA, qui aura sa propre gouvernance et utilisera une partie de nos moyens. Le market model est innovant, car nous allons garantir avec ce darkpool un anonymat total, une intégrité des données du marché et un risque limité d'impact sur notre marché grâce à une approche « Fill-and-kill order », qui sera mise en place par un bridge entre Smartpool et NSC. Cela assurera la liquidité dès le premier jour. Le lien avec notre carnet d'ordre central est le premier des liens de routage disponible. Plus tard Smartpool aura des liens vers d'autres lieux d'exécution.

La solution de clearing pour cette offre est duale, puisque nous avons choisi LCH.Clearnet et EuroCCP (nous verrons comment la fusion va s'organiser). La tarification se veut simple, compétitive, et prévisible. Elle est basée sur les réflexes, plus basiques, des nouveaux MTF.

- Nous sommes en train de fixer la date de lancement de SmartPool (si les conditions de marché le permettent) courant novembre, en attente de l'accord de la FSA. Sept banques se sont engagées pour le démarrage et nous attendons une

douzaine de banques dans les prochaines semaines.

Pour le deuxième MTF (NYSE Arca Europe), notre approche est différente puisqu'il s'agit d'un light book. Ce MTF est plus classique. Les clients pourront effectuer des trades sur des actions européennes de 10 pays. Nous avons une politique agressive et paneuropéenne qui permettra à nos différents clients, principalement des market makers, des arbitragistes et traders à haute fréquence d'effectuer ces trades à l'échelle paneuropéenne.

Ce MTF se différencie des autres MTF pour plusieurs raisons: d'une part par la technologie offerte (Arca est la référence absolue dans le domaine de plate-forme électronique), d'autre part, par le market making qui permettra d'avoir une liquidité importante dès le premier jour. Comme pour Smartpool, nous avons une approche Plug-and-play, c'est-à-dire que les clients bénéficieront de la connectivité actuelle et pourront se connecter simplement sans développements techniques trop lourds. C'est un avantage concurrentiel à souligner.

Les autres éléments que nous avons pour développer des relais de croissance sont les suivants:

- Programme « Universal Trading Platform ». Nous souhaitons mettre en place la référence absolue:

- en termes de plate-forme électronique de trading qui permettra à nos clients de disposer d'une plate-forme multi-assets, multigéographique et mutirégulation

- en termes de capacité (100000 messages par seconde en Europe, 300000 messages aux États-Unis)

- en termes de temps de latence: Nous aurons les meilleurs temps du marché. Le market data sera amélioré à l'aide de Wombat, société américaine qui développe une latence très faible. A titre indicatif, la market data est reçue en 400 millisecondes. Demain, elle le sera en 40 millisecondes.

# Présentation des principaux projets Cash de NYSE Euronext face à la concurrence

Il faut rappeler, à l'heure actuelle, que 1 transaction sur 3 dans le monde se fait sur les plates-formes de NYSE Euronext. À terme, les 4 plates-formes NYSE, Arca, NSC et Liffe migreront sur UTP. Par un point d'entrée unique, les clients auront alors accès à l'ensemble des marchés du groupe, sur les cash et dérivés.

- Développement de la base clients. Aux États-Unis, nous avons 600 clients, en Europe 200, avec un certain nombre de clients qui disparaissent. L'overlap entre les 2 bases commerciales n'est que de 40 (à la fois clients américains et européens).

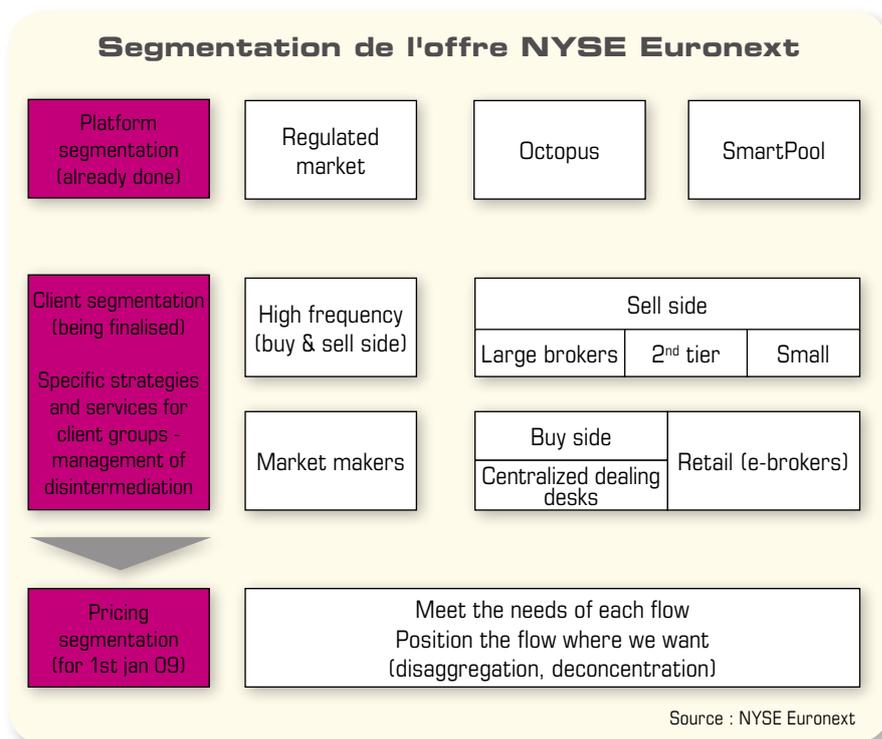
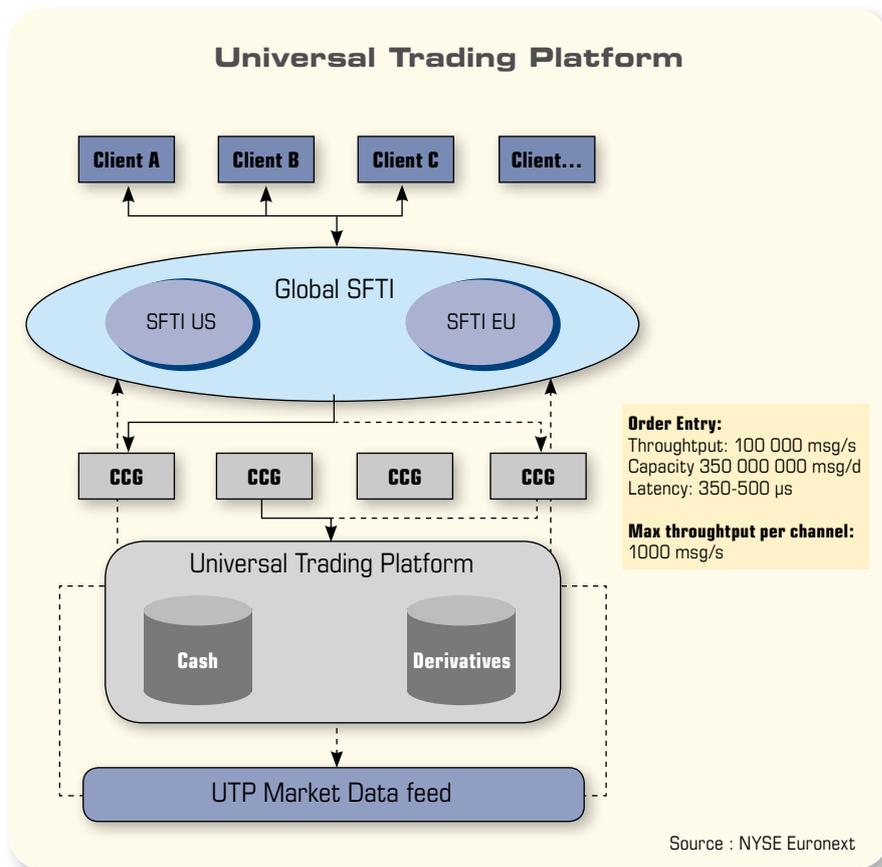
À l'heure actuelle, les clients américains passent par une coquille londonienne pour trader sur nos marchés. Cette base client a donc un potentiel fantastique, sur lequel nous travaillons avec les activités de cross-selling pour attirer les clients sur nos marchés.

- La segmentation de notre offre doit être différenciée dans une ère concurrentielle. Nous avons identifié un certain nombre d'acteurs qui représentent la majeure partie de nos flux sur nos carnets d'ordres. Pour chacun de ces acteurs, nous allons offrir des services sur-mesure avec les prix afférents à ces services.

- Enfin, dernier élément, nous travaillons sur une offre de routage des ordres plus globale, bien que la nécessité de routage soit différente entre l'Europe et les États-Unis (best execution au niveau de l'échange aux USA).

Tous ces projets nous permettent d'affronter sereinement l'avenir. Une fois de plus, la compétition est un formidable vecteur de changement et d'innovation. Le monde change, la concurrence est concrète, nous y faisons face et nous sommes convaincus d'avoir tous les éléments et le positionnement pour défendre et développer notre franchise.

Je vous remercie. ■





## Table ronde Le point de vue des utilisateurs

Animée par **Alain POCHET**,  
Responsable des Opérations Bancaires, BNP Paribas Securities Services

Participants :

**Yvon LUCAS**, Directeur des Systèmes de Paiement et Infrastructures de Marché, Banque de France

**Pierre SLECHTEN**, Directeur Général, Euroclear France

**Marc LEFÈVRE**, Directeur des programmes de vente Européens Cash Markets, NYSE Euronext

**Christophe HÉMON**, Directeur Général, LCH.Clearnet SA

Je vais faire un petit récapitulatif sur ce qui a été dit tout au long de cette conférence, avant de passer à la table ronde.

### Succès de Target 2 Cash

Les grands projets européens vous ont été exposés aujourd'hui de manière détaillée mais pour les professionnels, tous les projets doivent être gérés concomitamment (Cash/Titres/CCP), surtout dans un contexte où l'interconnectivité est importante.

La réussite des grands projets nécessite l'implication des utilisateurs dès la phase de conception jusqu'à la phase de mise en œuvre.

Target 2 cash est un grand succès: connecter plusieurs marchés européens sur une même plate-forme unique était un vrai défi qui permet d'être confiant pour le nouveau projet paneuropéen T2Securities.

### Une nouvelle organisation du marché

Nous constatons, post MiFID, une fragmentation de la négociation. La conséquence directe est que cette compétition entre plates-formes de trading a curieusement induit une fragmentation supplémentaire et donc une nouvelle complexification à laquelle la fusion LCHC/

DTCC n'apporte à ce jour qu'une solution partielle.

En matière de règlement livraison, nous avons enfin une visibilité à terme, que ce soit dans le cadre des projets ESES ou Target 2 Securities permettant la mise en œuvre d'une infrastructure plus homogène en Europe.

Enfin, la crise nous a poussés à nous focaliser sur les problématiques de sécurisation. En titres ou en cash, nous utilisons des systèmes irrévocables avec une finalité intraday, un transfert de propriété immédiat permettant techniquement et juridiquement de maîtriser nos risques de manière quasi optimale.

## Table ronde

### Question pour Yvon LUCAS



#### Alain POCHE

*On sait que le projet Target 2 Securities est un projet majeur pour l'Europe, avec beaucoup de pays impactés, et avec des acteurs différents: les « 3CB plus » (soit les quatre banques centrales française, allemande, espagnole et italienne) et l'Eurosystème. C'est un projet majeur, délicat, et la question que l'on peut se poser est comment tous ces acteurs vont-ils s'organiser et se répartir le travail?*



#### Yvon LUCAS

On ne part pas de zéro bien au contraire. On entend tirer le maximum de bénéfices de l'expérience très réussie du projet Target 2. Le modèle d'organisation qui a été utilisé pour ce grand projet a été en grande partie repris pour Target 2 Securities. Les équipes des banques centrales ont appris à travailler ensemble efficacement en passant outre aux différences culturelles et en exploitant au maximum les synergies. Il y a d'un côté l'équipe constituée par les quatre Banques Centrales Nationales du 3CB Plus, et de l'autre l'équipe de la Banque Centrale Européenne sous la direction de Marc Bayle. Une répartition précise des responsabilités a été faite en évitant à la fois les gaps et les redondances et en veillant tout particulièrement à la coordination.

#### Alain POCHE

*Y a-t-il des spécificités couvertes entre les quatre banques centrales?*

#### Yvon LUCAS

Bien entendu. Les responsabilités ont été fixées après discussion en tenant compte des meilleures compétences de chacun. Ainsi, outre le pilotage du projet au sein du 3CB Plus, la Banque de France, s'est vue confier la responsabilité de développer le « moteur de règlement-livraison ». L'attribution à la Banque de France de cette partie importante du système tient notamment au fait que Place de Paris dispose d'une connaissance élevée de ce domaine et de compétences fortes avec la mise en place successive des systèmes Relit, RGV et maintenant ESES.

### Question pour Pierre SLECHTEN

#### Alain POCHE

*Comment Euroclear et Target 2 Securities vont-ils converger?*



#### Pierre SLECHTEN

Euroclear, et d'autres CSD, ont confirmé leur volonté de rejoindre la plate-forme T2S, une fois installée. La raison pour laquelle les deux vont s'imbriquer est qu'Euroclear construit SP Custody, une plate-forme OST aux normes standards, avec une masse critique au niveau des equities, des instruments de taux, mais également des OPCVM, pour développer l'offre OST déjà développée dans le cadre d'Euroclear France et d'ESES. Nous espérons pouvoir étendre ce système à d'autres CSD, et par ce biais, participer à la consolidation souhaitée. Par ailleurs, au niveau du règlement livraison, le périmètre de T2S est un périmètre monnaie

banque centrale. Il est clair que la plate-forme d'Euroclear comporte à la fois un volet monnaie commerciale et un volet monnaie banque centrale. La grosse inconnue qui persiste est la décision du marché anglais, en particulier celle de la Banque d'Angleterre par rapport à T2S. Par ailleurs, la couronne suédoise nous a rejoints. Nous verrons si la Banque d'Angleterre acceptera ou pas de rejoindre la plate-forme.

Enfin, T2S sera une plate-forme de Règlement-Livraison totalement harmonisée, la plus simplifiée possible c'est-à-dire sans les fonctions à valeur ajoutée qui sont spécifiques à des marchés domestiques. On ne connaît pas encore la manière dont seront traités les REPO sur T2S. Si certaines spécificités françaises ne sont pas reconduites sur T2S nous discuterons directement avec les utilisateurs pour éventuellement fournir ces services au travers de SP.

#### Alain POCHE

*Avec T2S, on passera d'un modèle intégré EOC/BDF Titres et Cash à un modèle intégré Eurosystème, mais dans une phase intermédiaire., les membres de la communauté Euronext devraient sortir de ce modèle intégré (lors de la migration de SP), pour y revenir quelque temps plus tard, dans le cadre de la migration de T2S. Pouvez-vous en dire quelques mots...*

#### Pierre SLECHTEN

Dans le projet actuel, la Place et les clients sont consultés, en amont, pour définir ce modèle de monnaie banque centrale une fois T2S délivré.

Nous avons reçu l'autorisation de l'Eurosystème de continuer à travailler en modèle intégré jusqu'au lancement de T2S, mais il est absurde de développer SP Settlement sur un modèle intégré, sachant que 2 ans plus tard, celui-ci sera interdit.

Nous allons donc essayer avec les marchés de construire un modèle interfacé, qui soit le plus efficace possible et qui implique le moins de changements opérationnels pour ceux qui utilisent aujourd'hui le modèle intégré. Je ne peux pas affirmer aujourd'hui que ces changements seront tout à fait neutres sur les back offices de nos clients, mais nous allons

travailler pour que ces impacts soient les plus faibles possibles.

### Question pour Marc LEFÈVRE

**Alain POCHET**

*Avec la concurrence accrue entre plates-formes de négociation en Europe, va-t-on, comme aux États-Unis, constater des départs d'activité importants entre marchés historiques et nouvelles plates-formes? (MTF)*



**Marc LEFÈVRE**

Il y a un élément clé: aujourd'hui, les volumes réalisés sur les plates-formes concurrentes sont principalement réalisés par les arbitragistes. Il est vrai que, si les SORS amènent le flux client sur ces plates-formes, il y aura alors une déperdition de liquidité réelle. Aujourd'hui, ce n'est pas le cas mais nous étudions cela de très près, nous serons vigilants, et réactifs.

**Alain POCHET**

*Quel est l'effet prix véritable sur le départ de liquidité et qu'attendent vraiment les acteurs en la matière?*

**Marc LEFÈVRE**

Ce n'est pas uniquement une question de prix, c'est une question de technologie, une question de paramétrage de ces SORS, c'est un ensemble de critères, le prix n'étant pas le seul. La liquidité reste un élément fondamental de paramétrage de ces SORS. Aujourd'hui, la liquidité reste chez nous pour la majeure partie. Maintenant, est-ce que NYSE Euronext rachètera certains de ses concurrents? Nous n'avons pas la réponse. Ce qui est vrai, c'est qu'il y a eu aux États-Unis un rachat de concurrents par NYSE. Mais la situation était très différente. Par

le rachat, nous obtenions une technologie. En Europe, nous avons déjà la technologie et nous allons développer la référence absolue en matière technologique. La question du rachat ne se pose que si le concurrent détient une part de marché stable et pérenne.

### Question pour Christophe HÉMON

**Alain POCHET**

*DTCC est un acteur majeur et unique aux États-Unis mais nous aurons une situation paradoxale en Europe, dans la mesure où le même groupe aura 2 chambres de compensation sœurs (EuroCCP et LCH.Clearnet SA), qui parfois seront concurrentes. Comment est-ce gérable à terme?*

**Christophe HÉMON**



À ce jour, il est prévu d'intégrer EuroCCP à la structure européenne afin de constituer un pôle unique de clearing européen. Nos équipes travaillent conjointement afin d'établir « un gap analysis » entre notre plate-forme et celle d'EuroCCP. EuroCCP est un moteur de clearing autour duquel gravite un ensemble de services périphériques (risk management, comptabilité...). À ce jour, le planning prévoit que le gap analysis se termine en décembre.

**Alain POCHET**

*Pour les clients communs aux 2 entités, on constate une différence d'offre de services, de méthode de gestion de risque. Y aura-t-il des travaux entrepris pour assurer une certaine homogénéisation?*

**Christophe HÉMON**

Oui, notamment sur la gestion des risques. Une analyse va être menée début novembre par nos spécialistes Risques pour Limited, SA et DTCC. Très clairement, nous préférons utiliser notre modèle de risques.

### Question pour Yvon LUCAS

**Alain POCHET**

*Dans le contexte de crise de ces 6 dernières semaines, si nous avons déjà eu CCBM 2, les choses auraient-elles différentes?*

**Yvon LUCAS**

Certains aspects de la gestion de la crise auraient été sans doute plus simples avec beaucoup de procédures totalement harmonisées. Néanmoins, depuis plusieurs années tous les pays européens ont fait des efforts importants pour améliorer la mobilisation des garanties et pour faire converger leurs procédures. Par exemple, la technique du nantissement a eu tendance à se généraliser, mais il demeure encore des différences notables. Avec le CCBM 2 et Target 2 Securities ces différences disparaîtront.

### Question pour Marc LEFÈVRE

**Alain POCHET**

*Vous avez évoqué lors de la conférence le thème du cross-selling: NYSE Euronext est un groupe « Americano-européen », qui dispose de la même technologie des deux côtés de l'Atlantique (UTP). Évoluez-vous vers un marché de cotation unique à terme?*

**Marc LEFÈVRE**

Le carnet d'ordres ouvert en continu n'est pas à l'ordre du jour. Aujourd'hui, les clients américains ne peuvent pas trader sur les marchés européens. Diverses discussions sont en cours avec les régulateurs pour développer le cross selling mais les data centers resteront distincts.

## Table ronde

### Question pour Pierre SLECHTEN

**Alain POCHET**

*Le « user choice model » est un terme tabou au sein de l'Eurosystème. Le fait d'avoir sur une période unique deux systèmes concurrents génère de nombreux débats en ce moment. Pouvez-vous nous dire quelques mots à ce sujet ?*

**Pierre SLECHTEN**

En quelques mots, Euroclear a la volonté de permettre à ses utilisateurs d'effectuer un choix entre SP Settlement et T2S. Pour le moment, nous sommes en consultation avec nos clients pour d'une part valider avec eux le bénéfice de cette approche, et d'autre part valider l'impact de cette approche sur le Cahier des charges de T2S.

Notre stratégie est d'utiliser les spécificités, les outils que l'Eurosystème mettra à disposition

pour s'assurer que ce « user choice model » soit possible dans le cadre de ce qui a été défini par les marchés pour éviter de devoir augmenter le périmètre de T2S.

Si Euroclear offre via SP Settlement la possibilité aux utilisateurs de migrer vers T2S, ce serait une manière de « dérisquer » le projet T2S, et comme étant une option peu onéreuse, je ne vois pas pourquoi nous priverions les clients de ce choix.

### Question pour Christophe HÉMON

**Alain POCHET**

*Si l'interopérabilité et la mise en œuvre des 80 liens en Europe avaient été effectives avant l'été, quel en aurait été l'effet sur la gestion de la crise de ces 6 dernières semaines ?*

**Christophe HÉMON**

Compte tenu de la difficulté à gérer une période de crise, avec quelquefois des événements extérieurs aux CCP, on imagine la difficulté accrue avec plusieurs CCP connectées à la même plate-forme de trading, avec des méthodes de gestion de crise différentes (je suis sûr que certains d'entre vous se sont livrés à la comparaison des procédures de mise en défaut des contreparties centrales non exercées au même moment, ou exercées de manière différente). De plus, nous risquons de créer un nombre de suspens intéressant.

Sur les produits de taux, la situation est encore plus complexe, car outre la CCP, il faut tenir compte du CSD local.

**Alain POCHET**

Je vous remercie. ■



Association Française  
des Professionnels des Titres  
36, rue Taitbout - 75009 PARIS  
Tél. : 01 48 00 52 03  
Fax : 01 48 00 50 48  
Site : [www.afti.asso.fr](http://www.afti.asso.fr)

Directeur de Publication : **Marcel Roncin**  
Rédacteur en chef : **Marcel Roncin**  
Comité de rédaction : **Eurogroup**  
Crédit photos : **Philippe Couette**  
Réalisation : **Café Noir - LFT**  
ISSN : 1262-2109

AFTI  
**Spécial**  
Conférence

№ 30 - novembre 2008

**Les supports de présentation  
sont disponibles  
pour les membres de l'AFTI  
sur le site Internet de l'association :**

[www.afti.asso.fr](http://www.afti.asso.fr)